

2025 年 06 月 07 日

林泰新材(920106.BJ)

——湿式摩擦片国产替代领军者，DHT 等新项目与飞行汽车等场景拓展共驱腾飞

投资评级： 增持（首次）

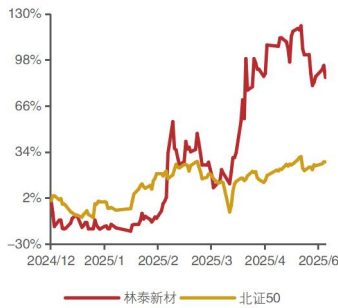
投资要点：

证券分析师

赵昊
SAC: S1350524110004
zhaohao@huayuanstock.com
万泉
SAC: S1350524100001
wanxiao@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2025 年 06 月 05 日

收盘价（元）	90.42
一年内最高/最低（元）	153.30/52.70
总市值（百万元）	5,048.01
流通市值（百万元）	1,532.44
总股本（百万股）	55.83
资产负债率（%）	18.37
每股净资产（元/股）	12.42

资料来源：聚源数据

➤ **自动变速器摩擦片行业竞争格局和市场空间怎么看？**自动变速器摩擦片包括湿式纸基摩擦片和对偶片，属于汽车传动系统的核心部件。目前仅美国、日本等少数国家具备独立生产乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片的能力，且在技术上对外封锁。《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2023）》中提到：“至 2025 年，汽车离合器总成打破国外垄断，实现部分部件国产化；至 2030 年，实现离合器摩擦材料国产化，总成 80%实现国产”。为国内乘用车批量配套自动变速器摩擦片的国外企业为美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳、日本富士离合器、日本爱信和德国舍弗勒。林泰新材是目前国内唯一一家能够在该领域与国外大型企业相抗衡的国产品牌企业，2022 年国内市场份额达 4%，是国内第三大自动变速器摩擦片供应商。自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片的下游主要包括乘用车、工程机械、农机和商用车领域，目前应用较广的是乘用车自动变速器，是自动变速器的核心零部件之一。在我国乘用车、商用车、工程机械和农机领域，自动变速器摩擦片 2023 年度的市场需求金额约为 74.69 亿元，预计至 2030 年将提升至 107.43 亿元，预计至 2035 年将达到 134.65 亿元，具有较大的市场空间。

➤ **公司主营业务如何划分？近年来财务情况如何？**林泰新材成立于 2015 年，是一家专业从事汽车自动变速器摩擦片研发、生产和销售的专精特新企业，主要产品为自动变速器摩擦片，产品可具体细分为自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片。2024 年湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%。公司主营业务产品的下游直接应用为各主流类型的自动变速器，如 AT、CVT、DCT、DHT、DET 和 HMT，终端应用领域（车辆类型）为乘用车、商用车、工程机械和农机、军工（特种车辆）。AT、CVT、DCT 主要用于传统能源汽车领域，DHT 和 DET 用于新能源汽车领域，公司在新能源汽车领域的销售金额与销售占比逐年快速提升，与当前汽车产业的发展趋势保持一致。2024 年公司实现营收 3.13 亿元（yoy+51.33%）、归母净利润 0.81 亿元（yoy+64.78%），毛利率、净利率分别为 43.70%、25.93%。2025Q1 公司实现营收 1.01 亿元（yoy+107.43%）、归母净利润 0.38 亿元（yoy+287.62%）。

➤ **公司核心竞争优势以及未来发展前景是什么？**（1）**技术：**林泰新材高度重视产品的设计和研发，在自动变速器摩擦片配方及可靠性设计、摩擦片表面油槽设计及测试，摩擦片和对偶片的工艺设计等方面积累了核心技术，成功开发了适用于高耐热、高转速、连续滑摩、高面压等各种工况的摩擦材料。林泰新材产品打破了国外公司在乘用车自动变速器摩擦片领域内的垄断，在国内整车厂和变速器厂商中实现了对外资品牌部件的替代和国内原创技术的产业化，促进了我国自动变速器摩擦片产业的自主可控。截至 2024 年年末，公司拥有 65 项专利，其中发明专利数量达 6 项。（2）**客户：**公司已与多家国内主要的自动变速器厂商建立了稳固的供货关系，包括上汽变速器、万里扬、东安汽发、吉利变速器、南京邦奇、盛瑞传动、蓝黛变速器等，前述客户应用的下游整车厂主要为上汽集团、奇瑞汽车、长安汽车、吉利汽车、潍柴动力等，2024 年公司也开始向全球知名的新能源汽车整车厂比亚迪提供自动变速

器摩擦片产品。此外，根据 2024 年年报信息，公司已进入全球知名的汽车零部件供应商麦格纳的供应链体系并获得了自动变速器摩擦片的量产批准，海外布局进程有望顺利推进。在乘用车领域，公司在比亚迪 DMi、吉利汽车“雷神智擎 Hi·X DHT Pro”、上汽集团“HT11”的混合动力变速器上批量实现了应用，在其他客户的混合动力专用变速器（DHT）项目也进展顺利，包括奇瑞汽车 DHT 项目、东安动力 DHT 项目、坤泰 DHT、广汽 DHT 项目等。公司在新能源汽车领域具备较好发展空间，有望成为公司经营业绩新的增长点。在商用车和工程机械领域，公司已实现三一重工 AT 项目的小批量供货，正在开发中的项目还涉及西安双特、徐工机械等主流厂商。

（3）募投：公司上市募集资金净额为 11248.5 万元。项目建成后预计将实现年产 3,000 万片汽车(新能源汽车)、工程机械、高端农机及其他传动系统用纸基摩擦片及对偶片的能力，有望巩固公司国内自动变速器摩擦片领域的领先地位，并进一步缩小公司与国际巨头的差距。

- **盈利预测与评级：**我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.40、2.03 和 2.96 亿元，对应 PE 为 36.0、24.8、17.1 倍。我们选取北摩高科、旺成科技、福达股份作为可比公司，可比公司 2025PE 均值为 43X。作为国内唯一实现乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片全流程自主生产的本土企业，林泰新材凭借其突破性的工艺技术，已成为该领域进口替代的核心力量。公司深度绑定比亚迪、上汽集团、吉利汽车等头部自主品牌产业链，并通过募投项目持续提升核心业务产能。基于其技术稀缺性、国产化先发优势及产能升级带来的业绩弹性，首次覆盖给予“增持”评级。

- **风险提示：**汽车行业波动风险、客户新项目开发失败风险、原材料价格波动风险。

盈利预测与估值（人民币）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	207	313	492	702	1,006
同比增长率（%）	17.33%	51.33%	57.50%	42.62%	43.22%
归母净利润（百万元）	49	81	140	203	296
同比增长率（%）	98.44%	64.78%	73.23%	44.74%	45.54%
每股收益（元/股）	0.88	1.45	2.51	3.64	5.30
ROE（%）	18.69%	18.37%	24.73%	27.06%	29.06%
市盈率（P/E）	102.64	62.29	35.96	24.84	17.07

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

投资案件

投资评级与估值

我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 1.40、2.03 和 2.96 亿元,对应 PE 为 36.0、24.8、17.1 倍,首次覆盖,给予“增持”评级。

关键假设

结合公司 2024 年年报以及对于未来公司业务稳步发展的积极预期,我们假设如下:

- (1) 湿式纸基摩擦片: 预计收入快速增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比 74%/49%/48%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 2.55/3.79/5.61 亿元;
- (2) 对偶片: 预计收入快速增长, 假设 2025-2027 年营业收入同比 67%/47%/46%, 测算得出 2025-2027 年营业收入分别为 1.74/2.56/3.74 亿元。

投资逻辑要点

从稀缺性来看: 自动变速器摩擦片作为汽车动力传输系统的核心组件, 国内市场长期被博格华纳、日立等外资巨头占据主导地位, 内资企业发展受制于外资巨头技术垄断。林泰新材通过持续创新突破关键技术瓶颈, 成为国内唯一掌握乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片全流程生产工艺的本土企业, 产品性能指标达到国际先进水平, 市场占有率跃居国内市场前三甲, 助力我国传动系统供应链自主可控。

从行业空间来看: 自动变速器湿式纸基摩擦片与对偶片主要应用于液力驱动的湿式离合器和制动器中, 应用范围广泛涵盖各类车辆、工程机械以及高端农机等行业, 其中乘用车自动变速器领域的应用最为广泛。2023 年自动变速器摩擦片市场需求约为 74.69 亿元, 预计到 2030 年市场需求或将提升至 107.43 亿元, 显示出较大的市场发展空间。

从未来发展来看: 公司已构建覆盖国内主流自动变速器厂商的稳定供应体系, 核心合作伙伴包括上汽变速器、万里扬、东安汽发、吉利变速器等企业。公司后续增长量主要体现在: 1) 乘用车变速器领域, 通过已量产项目持续供货保障销量增长, 叠加 DHT 等新项目加速量产供货及麦格纳 DCT 项目收益释放; 2) 工程机械、农用机械、飞行汽车、船舶等多元场景的合作拓展。公司募投项目规划形成年产 3,000 万片传动系统用纸基摩擦片及对偶片的生产能力, 优质客户资源与产能升级的双重驱动, 为公司构建了可持续发展的核心竞争优势。

核心风险提示

汽车行业波动风险、客户新项目开发失败风险、原材料价格波动风险

内容目录

1. 思考一：自动变速器摩擦片行业竞争格局和市场空间怎么看？	7
1.1. 概念：纸基摩擦材料动摩擦系数高且稳定，已成为汽车自动变速器用主导品种	7
1.2. 格局：自动变速器摩擦片行业壁垒高，国内自主品牌仅有林泰新材可批量供应	11
1.3. 空间：2023 年自动变速器摩擦片市场需求约 74.69 亿元，2030 年或将破百亿	14
2. 思考二：公司主要产品结构与盈利能力变化怎么看？	22
2.1. 历程：2015 年成立，刘健和宋革革夫妇为实际控制人	22
2.2. 业务：主营湿式纸基摩擦片和对偶片，2024 年新能源汽车领域销售占比上升	23
2.3. 财务：盈利能力稳步提升，2024 年实现归母净利润 0.81 亿元（yoy+65%）	26
3. 思考三：公司核心竞争优势以及未来增长逻辑怎么看？	28
3.1. 技术：坐拥 65 项专利，在配方、表面油槽设计等方面持续积累核心技术	28
3.2. 客户：已向万里扬等厂商稳定供货，在诸多混合动力专用变速器项目进展顺利	29
3.3. 募投：募资净额 1.12 亿元，用于扩充 3000 万片纸基摩擦片及对偶片产能	33
4. 盈利预测与评级	35
5. 风险提示	36

图表目录

图表 1: 汽车自动变速器由离合器、制动器和液力变矩器等组成	7
图表 2: 湿式纸基摩擦片与对偶片配合实现制动和传动	8
图表 3: 湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆	8
图表 4: 湿式纸基摩擦片的生产工艺主要包括固化成型、研磨、热处理等	8
图表 5: 湿式离合器具有寿命长、摩擦系数高和体积小的优点	9
图表 6: 对偶片的生产工艺包括冲压成型、热处理、表面处理等	9
图表 7: 纸基摩擦材料目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种	10
图表 8: 纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等优点	10
图表 9: 国外竞争对手主要包括美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳等	11
图表 10: 自动变速器摩擦片行业存在技术、客户和产品质量三大壁垒	12
图表 11: 我国有望于 2030 年实现离合器摩擦材料国产化	12
图表 12: 国内竞争对手产品的下游应用领域和客户与林泰新材存在较大差异	13
图表 13: 林泰新材是国内第三大自动变速器摩擦片供应商	14
图表 14: 自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片的下游主要包括乘用车、工程机械领域	15
图表 15: 2023 年我国乘用车、商用车、工程机械和农机领域市场需求约为 74.69 亿元	15
图表 16: 2024 年我国乘用车销量 2756.3 万辆, 同比增长 5.8%	16
图表 17: 2024 年我国燃油车出口量达 457.4 万辆	16
图表 18: 2024 年我国自主品牌汽车市场占有率达到 65.20%	17
图表 19: 预计 2025 年混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比达 27%	17
图表 20: 保时捷 Taycan4S 配备的两挡变速器示意图	18
图表 21: 吉利路特斯 ELETRE 搭载的两挡变速器示意图	18
图表 22: 预计 2035 年自动变速器摩擦片乘用车市场需求量达 74,450 万片 (万片)	19
图表 23: 2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元	19
图表 24: 工程机械变速器主要由主离合器、主变速动力换挡等组成	20
图表 25: 2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片需求金额约为 12.98 亿元	20
图表 26: 林泰新材成立于 2015 年, 2022 年登陆新三板	22
图表 27: 刘健和宋革革夫妇为公司的实际控制人 (2025 年一季报数据)	22
图表 28: 林泰新材主要产品为自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片	23
图表 29: 2024 年湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%	24

图表 30: 2021-2023 年湿式纸基摩擦片销量持续增长	25
图表 31: 2021 年至 2023 年公司产品销售单价相对稳定	25
图表 32: 2024 年乘用车新能源汽车领域销售占主营业务收入比例为 24.7%	25
图表 33: 2024 年公司湿式纸基摩擦片毛利率为 48.94%	26
图表 34: 2025Q1 年实现营收 1.01 亿元 (yoy+107%)	26
图表 35: 2025Q1 归母净利润 0.38 亿元 (yoy+288%)	26
图表 36: 盈利能力稳步提升, 林泰新材 2025Q1 毛利率达 48.96%	27
图表 37: 2025Q1 公司期间费用率为 8.90%	27
图表 38: 公司拥有对偶片表面特定纹路处理工艺等共 4 项核心技术	28
图表 39: 公司目前共有 10 项在研项目	29
图表 40: 林泰新材与上汽变速器、万里扬等自动变速器厂商建立供货关系	30
图表 41: 2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比为 56%	32
图表 42: 林泰新材具有技术优势、客户优势和团队优势	33
图表 43: 公司募集 1.12 亿元用于纸基摩擦片及对偶片扩产等项目	33
图表 44: 2023 年公司湿式纸基摩擦片和对偶片合计产能为 2700 万片	34
图表 45: 林泰新材主要业务营收预测关键假设	35
图表 46: 林泰新材可比公司估值表 (截至 20250605)	35

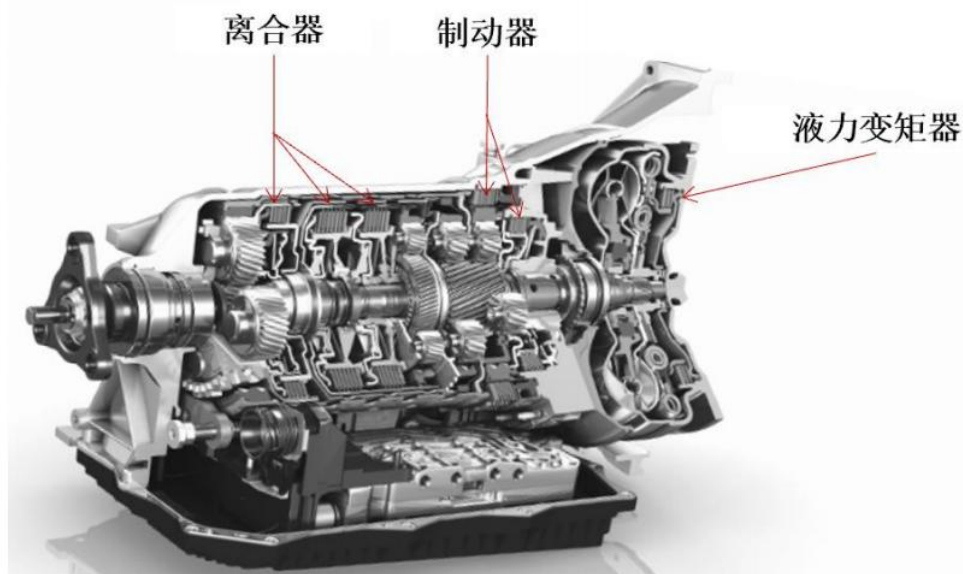
1. 思考一：自动变速器摩擦片行业竞争格局和市场空间怎么看？

1.1. 概念：纸基摩擦材料动摩擦系数高且稳定，已成为汽车自动变速器用主导品种

➤ 结构：由湿式纸基摩擦片和对偶片构成

自动变速器是汽车动力总成的核心部件。参考公司招股说明书，汽车变速器是协调发动机转速和车轮实际行驶速度的变速装置，属于汽车传动系统，变速器分手动变速器和自动变速器，自动变速器为主流。自动变速器是汽车零部件中技术含量较高、较复杂的产品之一，其技术水平决定了整车的技术水平，一直是我国自主品牌汽车的主要技术短板与困扰中国汽车产业发展的核心部件。

图表 1：汽车自动变速器由离合器、制动器和液力变矩器等组成

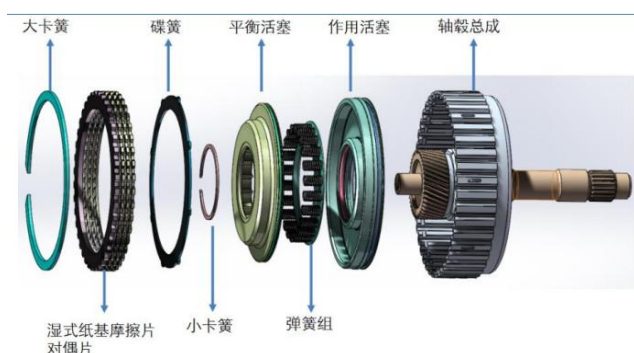


资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

摩擦片是汽车自动变速器的关键零部件。随着机电液一体化技术的飞速发展，各类新型液力驱动的湿式离合器和制动器在汽车自动变速器中得到广泛应用，在这种湿式离合器和制动器中是靠多对摩擦片传递扭矩，摩擦片是其中的关键零部件。

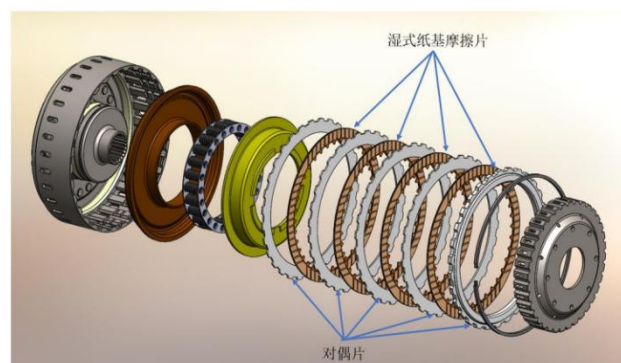
自动变速器摩擦片包括湿式纸基摩擦片和对偶片，属于汽车传动系统的核心部件。参考公司招股说明书，汽车工作时，湿式纸基摩擦片与对偶片相配合，借助油介质中形成的油膜表面张力来吸收或传递动力，从而实现制动和传动需求。湿式纸基摩擦片和对偶片直径相近，内外齿和花键不同，依次交错装配在变速器离合器中。湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆，对偶片的数量多于湿式纸基摩擦片。

图表 2：湿式纸基摩擦片与对偶片配合实现制动和传动



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

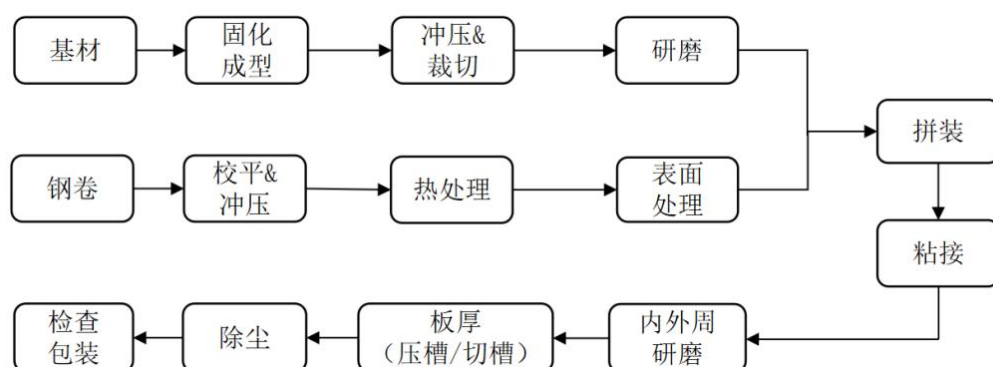
图表 3：湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

湿式纸基摩擦片由钢芯片和湿式纸基摩擦材料组成，耐磨性能良好、成本低。参考公司招股说明书，钢芯片由钢材冲压成型，用于摩擦片和传动部件的连接，并为摩擦材料提供必要的支撑。湿式纸基摩擦材料是以纤维素纤维或合成纤维等作为增强纤维，加入摩擦性能调节剂和填料等成分，经成型固化工艺后，制成具有多孔、可压缩、吸湿性的在油介质中工作的摩擦材料，具有动摩擦系数高、动/静摩擦系数接近、传递扭矩能力强、噪音小、不伤对偶片、结合过程柔和平稳、耐磨性能良好、成本低、容易实现自动化和批量化等一系列优点。

图表 4：湿式纸基摩擦片的生产工艺主要包括固化成型、研磨、热处理等



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

湿式摩擦片应用于湿式离合器，工作寿命通常可达干式离合器的 5-6 倍。参考公司第一轮问询函回复，湿式离合器是指在滑摩过程中摩擦接触表面表现为液体和半液体（界面）的摩擦，它与干式摩擦相比发生了质的变化，即滑摩时摩擦表面不直接接触，而是被一层油膜隔开。相较于干式离合器（干式离合器主要被应用于手动变速器 MT 和电控机械式变速器 AMT），湿式离合器在频繁换挡或滑摩的情况下产生的热量能够被冷却油液及时带走，允许起步时有较长时间的打滑而不至于使摩擦片烧蚀和翘曲，使离合器片尽可能在允许的温度范围内工作，工作寿命通常可达干式离合器的 5-6 倍。同时，由于冷却润滑油液的存在，摩擦片的摩擦系数随温度、离合器转速、接合压力的变化更小，工作性能更稳定，且体积较小。

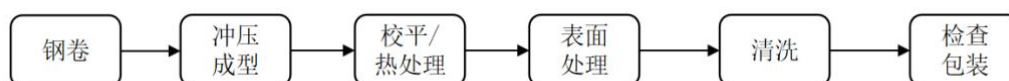
图表 5：湿式离合器具有寿命长、摩擦系数高和体积小的优点

类型	优缺点
寿命	相较于干式离合器，湿式离合器在频繁换挡或滑摩的情况下产生的热量能够被冷却油液及时带走，允许起步时有较长时间的打滑而不至于使摩擦片烧蚀和翘曲，使离合器片尽可能在允许的温度范围内工作，工作寿命通常可达干式离合器的 5-6 倍
摩擦系数	由于冷却润滑油液的存在，摩擦片的摩擦系数随温度、离合器转速、接合压力的变化更小，工作性能更稳定
体积	相较于干式离合器，湿式离合器体积更小

资料来源：林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所

对偶片由钢材冲压而成，通常与湿式纸基摩擦片相互配合，提供动力传输。参考公司招股说明书，湿式纸基摩擦片两侧被对偶片包覆，对偶片的数量多于湿式纸基摩擦片。对偶片能够有效增强湿式离合器在接合时的摩擦力，同时减小分离过程中润滑油产生的油膜剪切力，减少摩擦损失。此外，对偶片还能够更有效地发挥湿式离合器控制动力传递与切断的作用，保证发动机与变速器之间动力传递的可控性与平稳性。

图表 6：对偶片的生产工艺包括冲压成型、热处理、表面处理等



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

➤ 纸基摩擦材料：动摩擦系数高且稳定，摩擦噪音小

参考公司第一轮问询函回复信息，摩擦片行业伴随着汽车工业的发展，目前历经了三代的发展：

（1）第一代：棉花、棉布、皮革等摩擦材料（周期：约二十世纪初至二十世纪四五十年代）：在摩擦材料诞生初期，主要以棉花、棉布、皮革等作为基材，浸渍橡胶浆液，但其存在非常明显的缺点——耐热性较差，会因摩擦面的高温而逐渐焦化甚至燃烧。随着车辆速度和载重的增加，其对于摩擦材料耐热性的要求也相应提高，这类摩擦材料已经不能满足使用要求。

（2）第二代：石棉摩擦材料（周期：约二十世纪四五十年代至二十世纪八十年代末）：由于第一代摩擦材料无法满足使用要求，人们开始寻求耐热性好的、新的摩擦材料类型，石棉摩擦材料由此而诞生。石棉具有较高的耐热性和机械强度又因其价格低廉，所以很快就取代了棉花、棉布与皮革等而成为摩擦材料中的主要基材。

（3）第三代：非石棉有机摩擦材料（周期：约二十世纪九十年代初至今）：人们逐渐认识到以石棉基为原料的摩擦材料，摩擦片磨损后产生的粉尘对人体有害，并且在高温下容易引起摩擦材料的热衰退。因此，开发出软木橡胶基摩擦材料、粉末冶金摩擦材料、碳/碳摩擦材料和纸基摩擦材料等非石棉有机摩擦材料。

图表 7：纸基摩擦材料目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种



资料来源：林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所

纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等优点。参考旺成科技招股说明书，按材质构成，摩擦材料一般可分为橡胶基摩擦材料、粉末冶金摩擦材料、碳基摩擦材料、树脂基摩擦材料和纸基摩擦材料等，其中纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、静动摩擦系数之值接近、传递扭矩能力强、摩擦噪音小、结合过程柔和平稳、耐磨性能良好和结构形状可设计等特点，目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种。

图表 8：纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、传递扭矩能力强、摩擦噪音小等优点

分类	主要构成	技术特点	主要应用领域
橡胶基摩擦材料	是由橡胶、软木和摩擦材料通过炼胶挤压混合成型。	橡胶基摩擦材料的孔隙率较低，吸收热能差，加之橡胶、软木不耐高温，在大量使用时产生大热量会使橡胶老化，摩擦系数迅速衰退，摩擦片迅速碳化和烧蚀失效。	主要应用于中低端摩托车离合器。
粉末冶金摩擦材料	系将铁基、铜基粉状物料经混合、压型，并在高温下烧结而成。	具有柔韧性好、导热性好、许用载荷大、耐热性能良好、磨损率低等优点。但粉末冶金摩擦材料密度较大，硬度高，弹性和压缩性差，动摩擦系数相对较低且静/动摩擦系数匹配相对不合理，一般只适合在低速、大扭矩工况条件下使用。	主要应用于船舶、载重汽车、工程机械、高速列车等的制动与传动。
碳基摩擦材料	以碳素粉末或碳纤维为基体，添加适量有机黏结剂及填料，采用热压成型工艺制成的摩擦材料。	具有高模量、导热好、耐热等特点，是各种类型摩擦材料中性能最好的一种。因其价格昂贵，故其应用范围受到限制	目前主要用于一级方程式赛车和飞机制动器。
树脂基摩擦材料	是以有机聚合物作为基体以金属纤维、有机纤维、无机纤维作为增强材料，经过混合、压制、固化等工艺处理而形成的多元体系复合材料。	具备良好的耐磨性、耐热性、机械强度和物理性能，耐磨性和耐热性等优于纸基摩擦材料，但摩擦系数性能相对较弱，适合在高转速、高温度的工况环境下工作，目前广泛应用于车辆和机械设备的制动领域。	主要应用于包括地铁、机车、大型商务客车、新能源高档轿车等大多机械设备的制动装置；在传动领域，主要应用在以高速旋转产生的离心力实现动力切断、传递的离合器中。
纸基摩擦材料	是以纤维素纤维或合成纤维等作为增强纤维，加入摩擦性能调节剂和填料等成分，经成型固化工艺后，制成具有多孔、可压缩、吸湿性的在油介质中工作的摩擦材料。	纸基摩擦材料具有动摩擦系数高且稳定、静动摩擦系数之值接近、传递扭矩能力强、摩擦噪音小、结合过程柔和平稳、耐磨性能良好和结构形状可设计等特点，目前已成为汽车自动变速器用摩擦材料的主导品种。	主要用于乘用车、商用车、工程机械、高端农机、军工装备自动变速器、制动器等。

资料来源：旺成科技招股说明书、华源证券研究所

1.2. 格局：自动变速器摩擦片行业壁垒高，国内自主品牌仅有林泰新材可批量供应

➤ 国产替代难：技术研发、客户认证和产品质量壁垒高

国外纸基摩擦材料发展于二十世纪七、八十年代。参考公司招股说明书，纸基摩擦材料的发展经历了从轻载工况到重载工况，从低能量、低功率吸收到高能量、高功率吸收的发展过程，已广泛应用于汽车、船舶、工程机械、矿山机械等领域的离合器、制动器中。目前仅美国、日本等少数国家具备独立生产乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片的能力，且在技术上对外封锁。在国内，该行业发展较晚，受关注程度较低，国外企业长期抢占该领域市场，公司是目前国内唯一一家能够在该领域与国外大型企业相抗衡的国产品牌企业。

图表 9：国外竞争对手主要包括美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳等

公司简称	主要产品	应用领域	主要客户
美国博格华纳	电动机、传感器、自动变速箱、手动变速箱、四驱系统、内燃机、混合动力系统、减震器、制动系统、发动机下护、油门、离合和锻造轮毂等汽车零部件	乘用车、轻型商用车等领域	大众、福特、通用、丰田、现代/起亚、戴姆勒集团、雷诺/日产联盟、克莱斯勒、菲亚特、耐维斯达、宝马、本田、标致、卡特彼勒等
日本达耐时	变速器摩擦片、对偶片、制动器、减速器等汽车摩擦部件	自动挡汽车、手动挡汽车、摩托车、工程机械、产业车辆、农业机械以及船舶等领域	株式会社爱信、五十铃汽车、JATCO、铃木、斯巴鲁、丰田汽车、日产汽车、日野汽车、现代汽车、Daimler、本田、三菱、DAIHATSU 等
日本恩斯克华纳	变速器、离合器、摩擦片、离合器组件	汽车、二轮机动泵、直升机等领域	株式会社爱信、爱信 AW 工业株式会社、本田技研工业株式会社、丰田汽车株式会社、加特可株式会社、雅马哈发动机株式会社、株式会社小松制作所、株式会社斯巴鲁、铃木株式会社、马自达株式会社、法雷奥凯佩科日本株式会社等
日本富士离合器	汽车、摩托车离合器和摩擦片	汽车、摩托车等领域	摩托车领域：本田、铃木、雅马哈和川崎等；乘用车领域：本田自动挡汽车等
日本爱信	汽车用制品、摩擦片、塑料零部件	汽车、摩托车等领域	爱信株式会社、丰田、JATCO、法雷奥、斯巴鲁、铃木、Daihatsu、电装、日产、三菱、马自达等

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

技术研发壁垒高：国外技术实施技术封锁。发达国家取得先发优势后，在核心技术与生产工艺方面，国外企业采取了严格的保密措施并对外技术封锁，国内企业通过自主研发实现关键技术的突破和创新均需要长时间积累，且工艺水平、产品品质、核心技术人员培养和下游实际应用都需要较长周期，这些对缺乏技术研发能力和生产经验的行业新进入者，形成了较高的技术壁垒。

客户认证壁垒高：供应商准入标准严格。自动变速器摩擦片下游客户主要是变速器生产商或汽车整车厂自带的变速器生产商，这些厂商均有严格的供应商准入标准和认证体系，前期认证流程较长，一旦选定变速器摩擦片供应商，其自动变速器将长期配套使用该产品。汽

车整车厂及变速器生产商也倾向于与变速器摩擦片供应商保持长期稳定的合作关系，以保证稳定供货。市场新进入者难以短期建立销售渠道。

产品质量壁垒高：供应商须获得 IATF16949 质量体系认证。传动系统产品是保障汽车安全行驶的重要零部件，整车厂商对传动系统产品的质量要求十分严格，传动系统零部件供应商须获得 IATF16949 质量体系认证，以保证在采购、生产、检验等质量控制环节达到先进的管理水平。

图表 10：自动变速器摩擦片行业存在技术、客户和产品质量三大壁垒

技术研发壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 在核心技术与生产工艺方面，国外企业采取了严格的保密措施并对外技术封锁，国内企业通过自主研发实现关键技术的突破和创新均需要长时间积累，且工艺水平、产品品质、核心技术人员培养和下游实际应用都需要较长周期，形成了较高的技术壁垒。
客户认证壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 自动变速器摩擦片下游客户主要是变速器生产商或汽车整车厂自带的变速器生产商，这些厂商均有严格的供应商准入标准和认证体系，前期认证流程较长，一旦选定变速器摩擦片供应商，其自动变速器将长期配套使用该产品。汽车整车厂及变速器生产商也倾向于与变速器摩擦片供应商保持长期稳定的合作关系，以保证稳定供货。
产品质量壁垒	<ul style="list-style-type: none"> 传动系统零部件供应商须获得 IATF16949 质量体系认证，以保证在采购、生产、检验等质量控制环节达到先进的管理水平。

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

我国有望于 2030 年实现离合器摩擦材料国产化。我国湿式纸基摩擦片产业一直受制于国外汽车零部件巨头企业。《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2023）》中提到：“至 2025 年，汽车离合器总成打破国外垄断，实现部分部件国产化；至 2030 年，实现离合器摩擦材料国产化，总成 80%实现国产”。

图表 11：我国有望于 2030 年实现离合器摩擦材料国产化

政策名称	发布部门	主要内容
《产业结构调整指导目录（2024 年本）》	发改委	鼓励类：1、自动变速箱用湿式摩擦材料等新产品的开发与生产；2、工程机械：动力换挡变速箱、湿式驱动桥；3、机械关键传动件：高速列车、飞机摩擦装置，大型拖拉机动力换挡\无级变速器；4、汽车关键零部件：双离合变速器(DCT)，7 挡及以上自动变速器(AT)，无级自动变速器(CVT)；5、新能源：插电式混合动力机电耦合驱动系统；6、农机：动力换挡变速箱，无级变速器(CVT)，机械液压无级变速器(HMT)、湿式离合器。
《中国制造业重点领域技术创新绿皮书——技术路线图（2023）》	国家制造强国建设战略咨询委员会、中国工程院战略咨询中心	在节能汽车产业发展技术路线图-关键零部件-高效变速器关键零部件中指出：至 2025 年，离合器总成打破国外垄断，实现部分部件国产化；到 2030 年，实现离合器摩擦材料国产化，总成 80%实现国产。
《关于做好 2025 年汽车以旧换新工作的通知》	商务部、发改委、工信部等八部门办公厅	1、扩大汽车报废更新支持范围：2025 年，对个人消费者报废 2012 年 6 月 30 日前注册登记的汽油乘用车、2014 年 6 月 30 日前注册登记的柴油及其他燃料乘用车，或 2018 年 12 月 31 日前注册登记的的新能源乘用车，并购买纳入工业和信息化部《减免车辆购置税的新能源汽车车型目录》的新能源乘用车或 2.0 升及以下排量燃油乘用车，给予一次性定额补贴。2、完善汽车置换更新补贴标准：2025 年，对个人消费者转让登记在本人名下的乘用车，并购买乘用车新车的，给予一次性补贴支持。
《2025 年国务院政府工作报告》	国务院	深入推进战略性新兴产业融合集群发展。开展新技术新产品新场景大规模应用示范行动，推动低空经济、深海科技等新兴产业安全健康发展。推动高质量共建“一带一路”走深走实。
《加快建设农业强国》	国务院	加强大型高端智能农机、丘陵山区适用小型机械等农机装备和关键零部件研发应用，加

国规划(2024-2035
年)》

快实现国产农机装备全面支撑农业高质高效发展。打造重要农机装备产业集群，建立上下游稳定配套、工程电子等领域相关企业协同参与的产业格局。推进农机农艺深度融合，推动农机装备研发制造、熟化定型、推广应用衔接贯通，实现种养加全链条高性能农机装备应用全覆盖。

资料来源：林泰新材 2024 年年报、华源证券研究所

➤ 竞争格局：林泰新材市场份额为 4%，国外企业占 96%（2022 年数据）

国内行业发展较晚，且下游应用领域和客户与林泰新材存在较大差异。参考公司招股说明书，国内类似行业上市公司旺成科技的湿式纸基摩擦片和湿式橡胶基摩擦片应用于摩托车行业，与公司下游应用领域与客户结构存在较大差异；杭齿前进湿式摩擦片为湿式铜基摩擦片，与公司产品类别存在较大差异，且下游应用领域亦存在较大差异；北摩高科湿式摩擦片为湿式粉末冶金摩擦片，与公司产品类别存在较大差异，且下游应用领域亦存在较大差异；根据科马材料公告信息，科马材料的湿式纸基摩擦片目前主要应用于船舶，与公司以乘用车为主的下游应用领域与客户结构存在较大差异。

图表 12：国内竞争对手产品的下游应用领域和客户与林泰新材存在较大差异

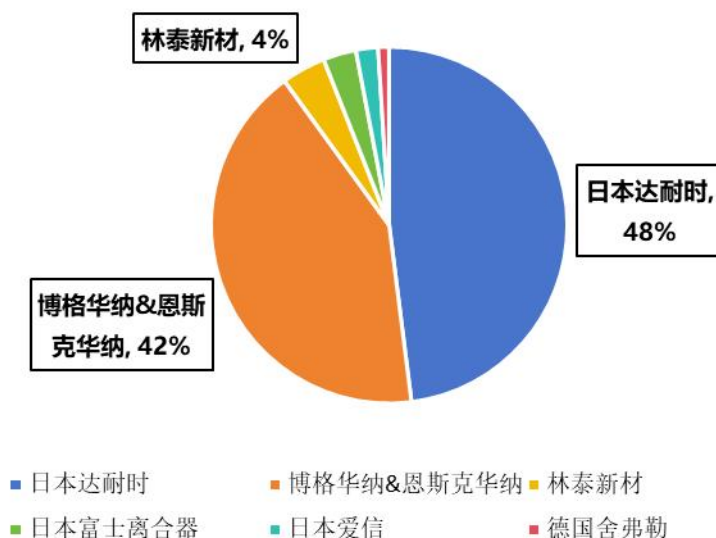
公司简称	主要产品	应用领域	主要客户
旺成科技	摩托车齿轮、摩托车离合器。	摩托车、全地形车、农机等领域。	日本本田、日本雅马哈、印度 TVS、美国 TEAM、意大利比亚乔、越南 VMEP。
杭齿前进	船用齿轮箱及船舶推进系统、工程机械变速箱、风电增速箱及工业齿轮箱、汽车分动器、农业机械变速箱和驱动桥、粉末冶金摩擦片、弹性联轴器。	船舶、工程机械商用车、农业机械、风电等领域。	徐工集团、山东临工、中国龙工、中国重汽、中船重工等。
北摩高科	军、民两用航空航天飞行器起落架着陆系统及坦克装甲车辆、高速列车等高端装备刹车制动产品的研发、生产和销售，其主营业务产品中包括湿式粉末冶金类摩擦片，用于制动器中。	军、民两用航空航天飞行器、军工特种车辆。	军方及航空工业的各大主机厂，东方航空、吉祥航空和长龙航空等国内航空公司。
科马材料	干式离合器摩擦片，主要应用于手动挡变速器（MT）和电控机械变速器（AMT）。	手动挡汽车、商用车、工程机械、船舶等领域。	福达股份、法士特伊顿、浙江奇碟、长春一东、铁流股份、湖北三环、宏协股份等。
林泰新材	自动变速器摩擦片和离合器总成，应用于液力自动变速器（AT）、无级变速（CVT）、双离合变速（DCT）、混合动力专用变速（DHT）和纯电动汽车专用变速器（DET）等在内的主流自动变速器。	乘用车、商用车、工程机械、农机等领域。	上汽变速器、万里扬、东安汽发、吉利变速器、南京邦奇、盛瑞传动、蓝黛变速器、比亚迪等，并已进入麦格纳的供应链体系。

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

2022 年林泰新材国内市场份额达 4%，是国内第三大自动变速器摩擦片供应商。参考公司招股书信息，根据中国汽车工业协会的统计，2022 年湿式纸基摩擦片行业的市场份额情况为：日本达耐时、博格华纳和恩斯克华纳、林泰新材、日本富士离合器、日本爱信和德国舍弗勒的市场份额分别为 48%、42%、4%、3%、2%和 1%。国内自动变速器摩擦片的市场份额大部分被美日企业占据，林泰新材 2015 年 6 月成立以来，经过多年奋力发展，在国内已成为第三大自动变速器摩擦片供应商。

国内企业为乘用车批量配套提供湿式纸基摩擦片的企业目前仅有林泰新材。林泰新材目前配套的自主品牌自动变速器厂商和整车厂均为业内主要公司，行业地位突出，经营情况较好。国产自主品牌变速器厂商在使用林泰新材自动变速器摩擦片之前，为国内乘用车批量配套自动变速器摩擦片的国外企业为美国博格华纳、日本达耐时、日本恩斯克华纳、日本富士离合器、日本爱信和德国舍弗勒。

图表 13：林泰新材是国内第三大自动变速器摩擦片供应商



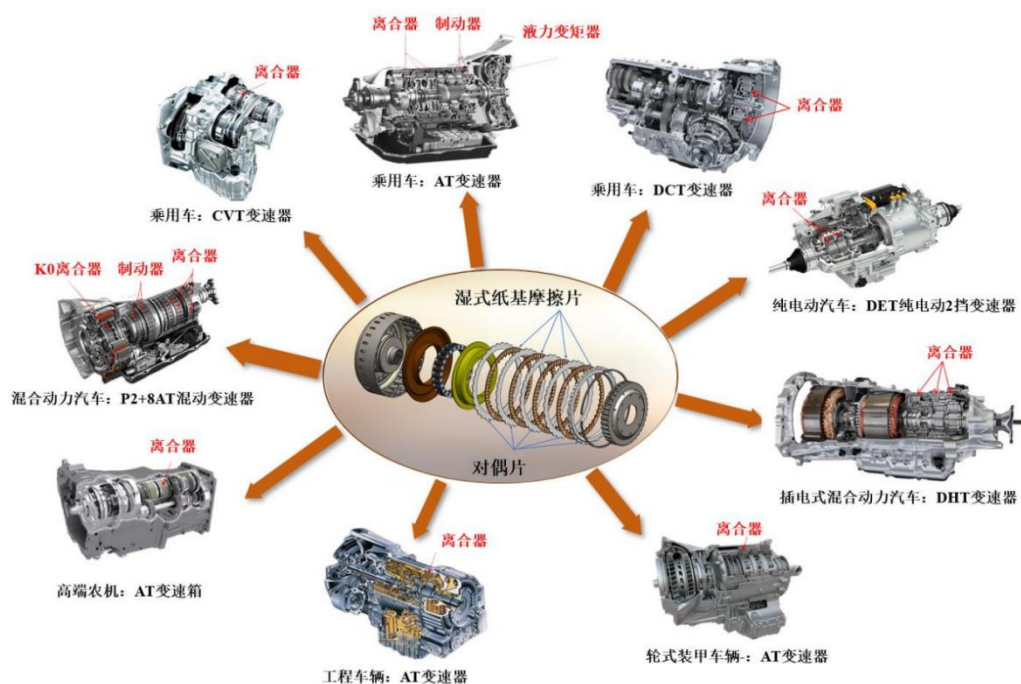
资料来源：中汽协、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

注：由于在国内的上述国外企业全资子公司的自动变速器摩擦片销售数据无法获得，故无法测算国外企业全资子公司在我国的市场占有率。

1.3. 空间：2023 年自动变速器摩擦片市场需求约 74.69 亿元，2030 年或将破百亿

自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片的下游主要包括乘用车、工程机械、农机和商用车领域。参考公司招股说明书信息，自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片主要在液力驱动的湿式离合器和制动器中用来传递扭矩，适用于各类车辆、工程机械、高端农机等行业，具有广阔的市场应用前景，其中目前应用较广的是乘用车自动变速器，是自动变速器的核心零部件之一。

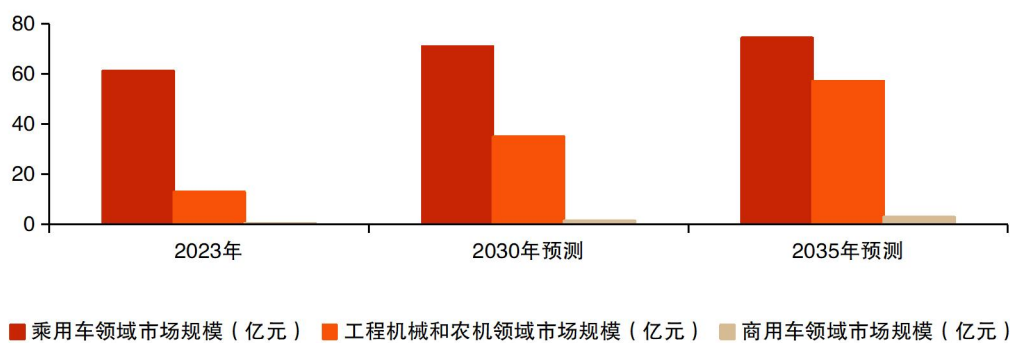
图表 14：自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片的下游主要包括乘用车、工程机械领域



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

参考公司招股书信息，在我国乘用车、商用车、工程机械和农机领域，自动变速器摩擦片 2023 年度的市场需求金额约为 74.69 亿元，预计至 2030 年将提升至 107.43 亿元，预计至 2035 年将达到 134.65 亿元，具有较大的市场空间。

图表 15：2023 年我国乘用车、商用车、工程机械和农机领域市场需求约为 74.69 亿元

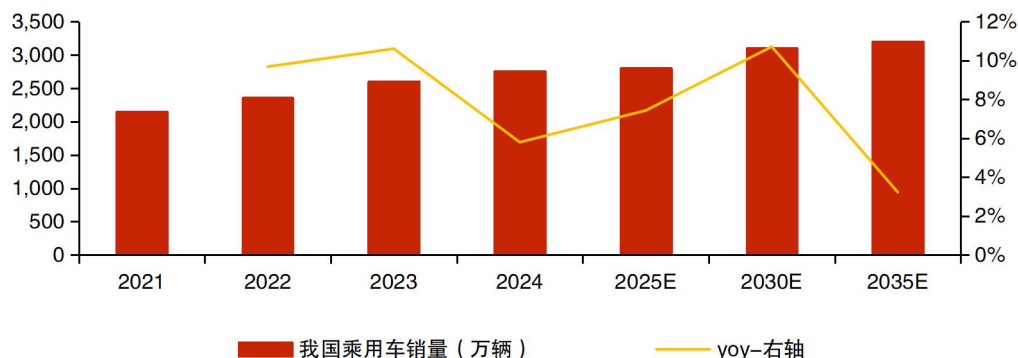


资料来源：中汽协、林泰新材招股书、华源证券研究所

➤ **乘用车领域：2023 年自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元**

根据中国汽车工业协会的统计数据，2021 年汽车行业市场需求逐渐复苏，汽车行业整体恢复形势持续向好。2024 年，我国乘用车销量 2756.3 万辆，同比增长 5.8%。我国汽车行业整体情况积极向好，有望带动乘用车整体产业需求增长。

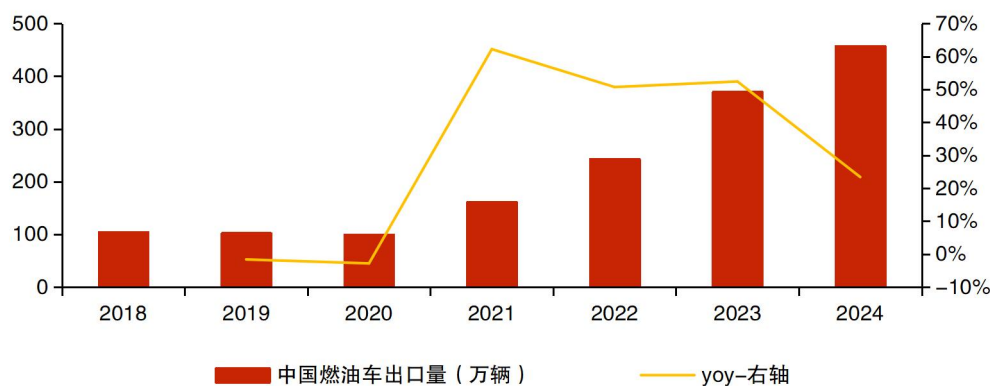
图表 16：2024 年我国乘用车销量 2756.3 万辆，同比增长 5.8%



资料来源：中汽协、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

2024 年我国燃油车出口量达 457.4 万辆，带动自动变速器摩擦片市场需求继续增长。根据中汽协数据，我国传统燃油汽车出口量从 2021 年的 161.4 万辆增长至 2024 年的 457.4 万辆。故在燃油汽车为主的汽车出口市场领域，自动变速器的市场需求仍有增长。

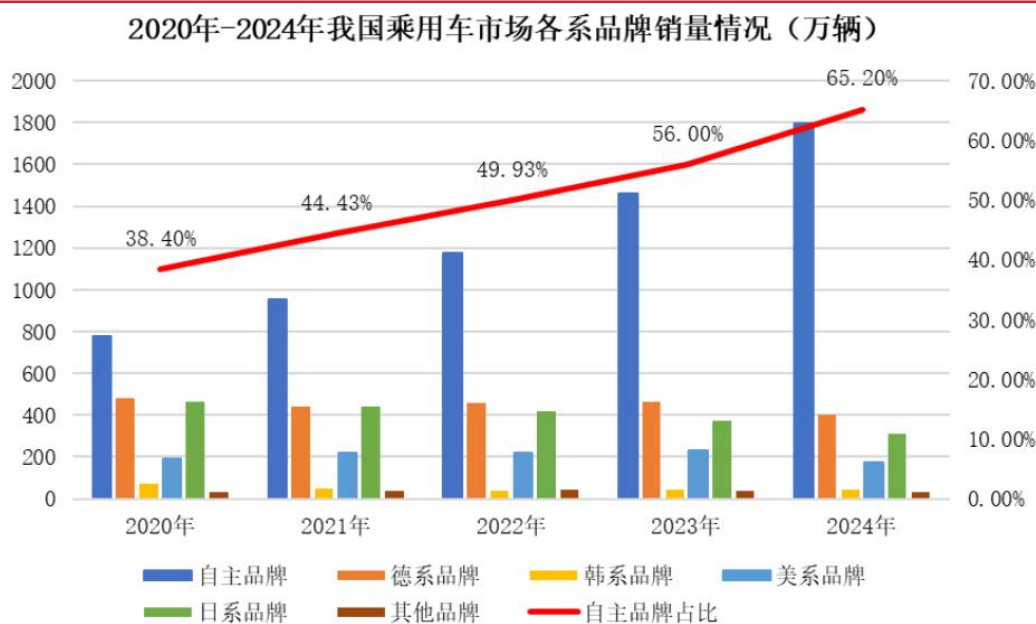
图表 17：2024 年我国燃油车出口量达 457.4 万辆



资料来源：中汽协、林泰新材 2024 年年报、华源证券研究所

自动变速器摩擦片自主可控是大趋势。参考公司 2024 年年报信息，从乘用车的车系组成来看，国内乘用车市场主要由自主品牌车、德系车、韩系车、美系车和日系车等车系组成。随着我国自主品牌汽车技术的不断进步和完善、国家汽车产业政策对于国产自主品牌支持力度加大、人民群众对于自主品牌汽车的接受度不断提高，2021 年开始，我国自主品牌汽车占有率有了明显上升，2024 年度达到 65.20%。未来我国自主品牌汽车的占有率有望进一步提升。作为自动变速器的核心零部件，自动变速器摩擦片自主可控是大趋势，或将带动国产自动变速器摩擦片需求量的不断增长及行业持续稳定发展。

图表 18：2024 年我国自主品牌汽车市场占有率达到 65.20%



资料来源：林泰新材 2024 年年报、华源证券研究所

中汽协预计 2025 年混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比达 27%。根据公司招股说明书数据，混合动力汽车和插电式混合动力汽车一般搭载自动变速器（DCT/AT）或混合动力专用变速器（DHT），需要使用自动变速器摩擦片，随着混合动力汽车和插电式混合动力汽车销量比重的逐步增大，将是自动变速器摩擦片销售增长的重要市场之一。根据中国汽车工业协会的预测，混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比或将由 2023 年的合计 17%增长至 2025 年的 27%，预计至 2030 年和 2035 年分别达到 37%和 55%，或将成为乘用车销量最大的汽车类别，有较大的增长空间。

图表 19：预计 2025 年混合动力汽车和插电式混合动力汽车的合计销量占比达 27%

类型	技术路线	预测销量占比				是否需要自动变速器摩擦片
		2023	2025E	2030E	2035E	
传统能源汽车	传统燃油汽车	59%	46%	31%	10%	需要
节能汽车	混合动力汽车	7%	12%	15%	25%	需要
	插电式混合动力汽车	10%	15%	22%	30%	需要
新能源汽车	纯电动汽车	23%	25%	29%	30%	部分需要
	燃料电池汽车	1%	2%	3%	5%	部分需要

资料来源：中汽协、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

注：1. 纯电动汽车配备单级减速器不需要使用自动变速器摩擦片，纯电动汽车配备两挡及多挡变速器需要使用自动变速器摩擦片；

2. 燃料电池汽车技术目前仍在起步阶段，有多种技术路线，使用氢、氨、甲醇等低碳和零碳为燃料及发动机技术，自动变速器普遍适用于低碳和零碳发动机，需要使用自动变速器摩擦片。

纯电动汽车两挡甚至多挡变速器需要使用自动变速器摩擦片。参考公司招股说明书信息，目前纯电动汽车主要配备单级减速器，单挡减速器结构简单、成本较低，一般采用两级齿轮减速，技术要求相对较低，无需使用湿式纸基摩擦片。但单级减速器需求电机扭矩较大、转

速较高，不利于车辆的经济性与舒适性，也无法同时兼顾电动汽车的动力性和经济性，在行驶过程中驱动电机通常无法处于高效率工作点，在特定工况下，驱动电机效率会明显下降，浪费电能从而减少续航里程。因此，纯电动汽车传动系统的发展趋势是采用两挡甚至多挡变速器，根据不同的工况改变速比，优化电机运行状态，提升驱动系统效率。

保时捷、吉利等已经推出两挡变速器纯电动汽车。纯电动汽车技术更新较快，目前各主流厂商正在开发适用于电动汽车的多挡变速器，以增强电机使用效率、提高续航里程、降低电耗和电驱成本。目前，两挡变速器已开始应用于高端纯电动汽车，如保时捷首款纯电动跑车 Taycan4S、奥迪 e-tron Sportback、奔驰 CLA EV 等已配备两挡变速器，吉利汽车推出的路特斯 ELETRE 和 Emeya 繁花也搭载了两挡变速器。此外，采埃孚、舍弗勒、吉凯恩、麦格纳、广汽埃安等公司也已推出两挡变速器产品，应用于新能源纯电动汽车上。

图表 20：保时捷 Taycan4S 配备的两挡变速器示意图



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

图表 21：吉利路特斯 ELETRE 搭载的两挡变速器示意图

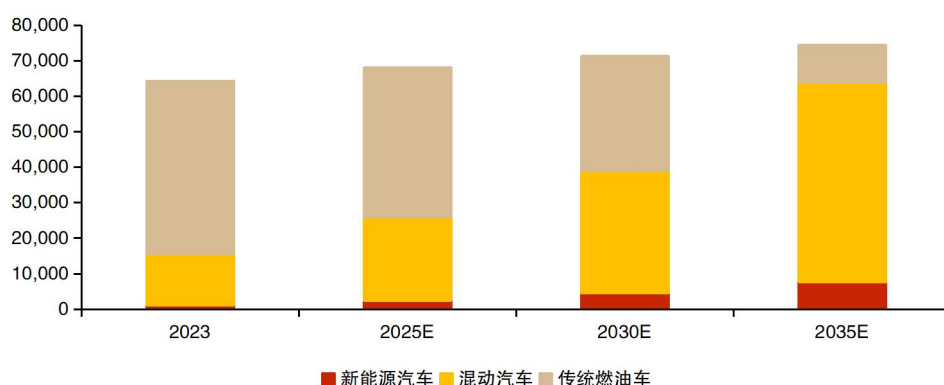


资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

截至 2024 年 12 月底，全国乘用车保有量 3.53 亿辆，自动变速器摩擦片售后市场需求较大。根据公安部的统计，截至 2024 年 12 月底，全国乘用车保有量 3.53 亿辆，其中新能源汽车 3,140 万辆，燃油汽车占总量的 91.10%（其中自动挡车辆比例超过半数）。摩擦片长期在高温高压状态下摩擦工作，自动变速器维修一般情况都要更换摩擦片，我国庞大的汽车保有量基数，使得国内自动变速器摩擦片售后市场需求较大。

自动变速器摩擦片乘用车市场需求量稳步上升，2035 年需求量预计达到 74,450 万片。根据公司第一轮问询函回复数据，我国传统燃油汽车对自动变速器摩擦片的市场需求及销售数量虽呈现出逐年下降的趋势，但是混动汽车领域销量的快速增长带动了自动变速器摩擦片市场需求的增长，抵消了传统燃油汽车销量下降带来的影响，自动变速器摩擦片整体市场需求量总体呈现出稳步上升的态势，根据中国汽车工业协会数据，预计到 2035 年需求量将达到 74,450.40 万片。

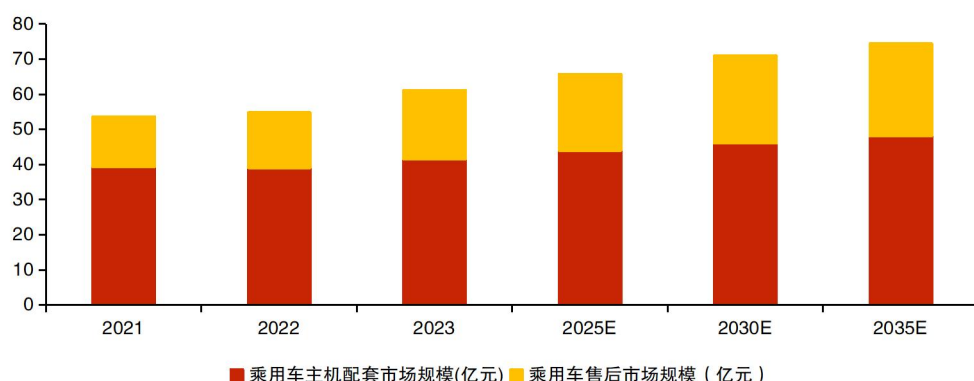
图表 22：预计 2035 年自动变速器摩擦片乘用车市场需求量达 74,450 万片（万片）



资料来源：中汽协、林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所

2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元,预计 2025 年达到 65.74 亿元。根据公司招股说明书数据, 根据不同类型自动变速器的装车量和所需配套湿式纸基摩擦片和对偶片的数量, 对我国乘用车自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片市场需求进行估算, 2023 年国内乘用车主机配套自动变速器摩擦片需求金额约为 41.56 亿元, 国内乘用车售后市场的自动变速器摩擦片需求金额约为 19.63 亿元, 合计市场规模约为 61.19 亿元。

图表 23：2023 年国内乘用车自动变速器摩擦片市场规模约为 61.19 亿元



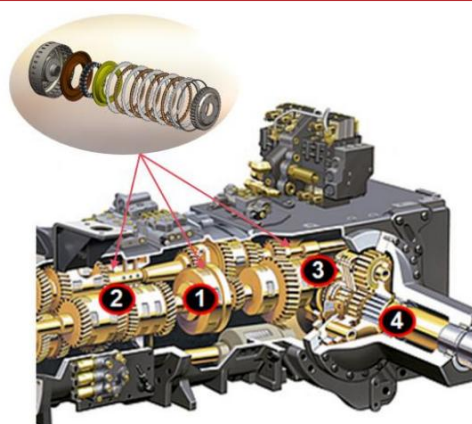
资料来源：中汽协、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

➤ 工程机械、农机领域：2023 年自动变速器摩擦片合计需求金额约为 12.98 亿元

参考公司招股书信息, 国外大型机械制造商已经在工程机械领域使用纸基摩擦片来替代铜基和铁基摩擦片, 用作变速器和车桥的传扭部件。例如, 美国卡特彼勒、日本小松、韩国现代等大型工程机械制造商已推广使用工程机械用湿式纸基摩擦片, 改变了铜基和铁基摩擦片独占工程机械领域的局面。

2023 年湿式纸基摩擦片在工业机械领域渗透率约为 20%, 预计 2035 年达到 60%。根据公司招股说明书数据, 动力换挡工程机械 2023 年度销量约为 46.50 万台, 湿式纸基摩擦片的渗透率约为 20%, 根据中国汽车工业协会的预测, 预计至 2035 年动力换挡工程机械的销量将至 75 万台, 湿式纸基摩擦片的渗透率或将达到 60%。工程机械的变速器和车桥需要使用湿式纸基摩擦片。

图表 24：工程机械变速器主要由主离合器、主变速动力换挡等组成



典型的工程机械变速器结构

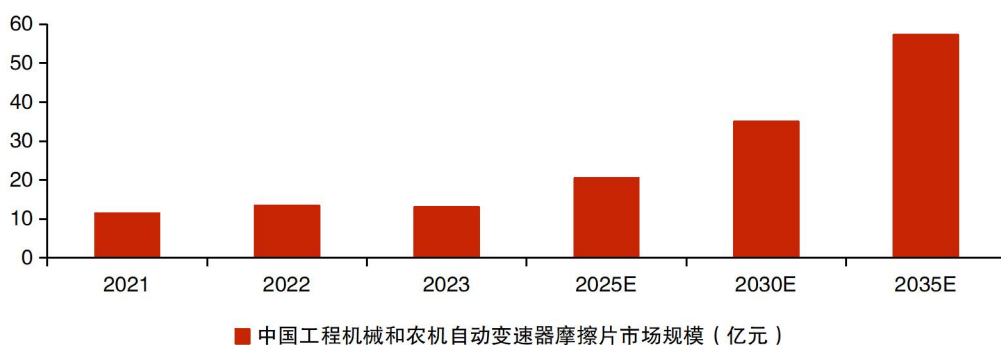
1-主离合器；2-主变速动力换挡；3-区段换挡；4-最终传动

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

参考公司招股书信息，农机领域受制于拖拉机用湿式离合器核心零部件依赖于进口产品，自动挡拖拉机在国内拖拉机总销量中占比不足 1%，行业巨头美国约翰迪尔市场份额占全球拖拉机的 60%，且绝大部分为自动挡。相较于其他欧美日发达国家农机，未来我国农机装备自动挡化率仍有较大的发展潜力。农机的动力换挡变速箱和机械液压无级变速器(HMT)需要使用湿式纸基摩擦片。

2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片需求金额约为 12.98 亿元。参考公司招股书信息，根据不同类型自动变速器的装车量和所需配套湿式纸基摩擦片和对偶片的数量，对我国工程机械和农机领域的湿式纸基摩擦片和对偶片市场需求进行估算，2023 年度我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片合计需求金额约为 12.98 亿元，随着自动挡变速器的渗透率逐步提高，至 2035 年自动变速器摩擦片需求金额将达到 57.26 亿元。

图表 25：2023 年我国工程机械和农机领域自动变速器摩擦片需求金额约为 12.98 亿元



资料来源：中汽协、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

➤ 商用车领域：2023 年自动变速器摩擦片市场需求金额为 0.52 亿元

AT 和 AMT 变速器发展预计为自动变速器摩擦片带来一定的增量市场。参考公司第一轮问询函回复信息，在商用车领域，目前全球商用车变速器主要包括手动挡变速器（MT）、电控机械变速器（AMT）和液力机械自动变速器（AT），目前手动变速器（MT）占有国内商

用车变速器约 90% 的市场份额，但随着自动变速器行业的技术进步，AT 和 AMT 变速器凭借更好的燃油经济性以及更好的驾驶体验等优势或将在我国重型商用车市场中逐步推广开来，也将为自动变速器摩擦片带来一定的增量市场。

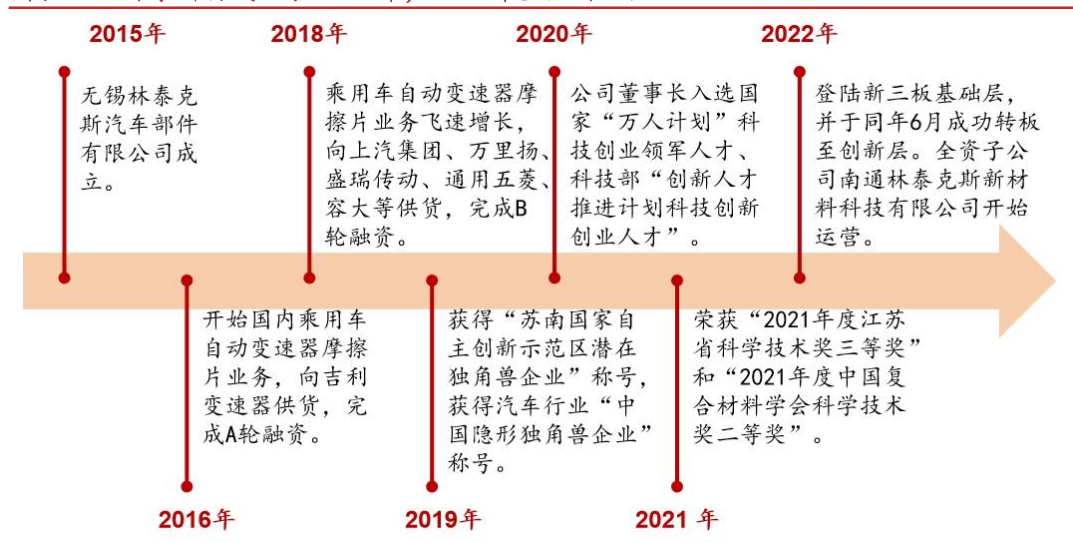
2023 年度我国商用车自动挡渗透率为 29%，市场需求金额为 0.52 亿元。根据公司招股说明书数据，随着城市化进程的加速和物流业的发展，商用车在城市货运和物流运输中扮演着越来越重要的角色，而城市交通的拥堵使得商用车对于操作简便的自动挡车型的需求越来越大。自动挡的发展使得商用车在性能和可靠性方面得到了显著提升，未来商用车皮卡自动挡渗透率有望进一步提升，这也为自动变速器摩擦片带来一定的增量市场。同时，随着节能汽车的发展，未来商用车特别是城际间物流车将会朝着混动化的方向发展。根据中国汽车工业协会的数据及预测，预计 2035 年我国商用车自动挡渗透率将超过 90%，2035 年我国商用车自动变速器摩擦片市场规模或将达 2.94 亿元。

2. 思考二：公司主要产品结构与盈利能力变化怎么看？

2.1. 历程：2015 年成立，刘健和宋莘莘夫妇为实际控制人

林泰新材成立于 2015 年，是一家专业从事汽车自动变速器摩擦片研发、生产和销售的专精特新企业。公司系国家高新技术企业、江苏省专精特新企业，设有江苏省工程技术研究中心，2021 年获得江苏省科学技术奖和中国复合材料学会科学技术奖。2022 年，公司登陆新三板基础层，并于同年 6 月成功转板至创新层。2024 年 12 月 18 日，公司在北交所上市。

图表 26：林泰新材成立于 2015 年，2022 年登陆新三板



资料来源：林泰新材官网、华源证券研究所

参考公司 2024 年年报信息，刘健和宋莘莘系夫妻关系，刘健及其控制的爱思达、无锡鎏泰与宋莘莘之间存在一致行动关系，刘健担任公司董事长兼总经理，宋莘莘担任公司董事，刘健和宋莘莘夫妇为公司的实际控制人。

图表 27：刘健和宋莘莘夫妇为公司的实际控制人（2025 年一季报数据）

序号	股东名称	股东性质	持股数（股）	持股比例%
1	刘健	境内自然人	8,357,948	20.96%
2	苏州方广二期创业投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	3,278,412	8.22%
3	无锡爱思达投资企业（有限合伙）	境内非国有法人	2,621,270	6.57%
4	无锡毓立创业投资合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1,774,925	4.45%
5	上海玉轮资产管理合伙企业（有限合伙）	境内非国有法人	1,655,791	4.15%
6	深圳可可松资本管理合伙企业（有限合伙）- 深圳可可松一号创业投资合伙企业（有限合伙）	其他	1,617,513	4.06%
7	南京邦盛投资管理有限公司 - 苏州邦盛赢新创业投资企业（有限合伙）	其他	1,597,423	4.01%
8	苏州君实协立创业投资有限公司	国有法人	1,595,700	4.00%
9	李运佩	境内自然人	1,572,762	3.94%
10	镇江君舜协立创业投资中心（有限合伙）	境内非国有法人	1,541,924	3.87%
	合计	-	25,613,668	64.23%

资料来源：林泰新材 2025 年一季报、华源证券研究所

2.2. 业务：主营湿式纸基摩擦片和对偶片，2024 年新能源汽车领域销售占比上升

林泰新材的主要产品为自动变速器摩擦片，产品可具体细分为自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片。参考公司招股说明书信息，林泰新材的产品主要配套应用于液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合变速器（DCT）、混合动力专用变速器（DHT）和纯电动汽车专用变速器（DET）等在内的主流汽车自动变速器中。公司掌握湿式纸基摩擦片制造的核心技术，自主研发的湿式纸基摩擦片产品打破了国外公司在乘用车自动变速器摩擦片领域内的垄断，在国内整车厂和变速器厂商中实现了对外资品牌部件的替代和国内原创技术的产业化。

图表 28：林泰新材主要产品为自动变速器湿式纸基摩擦片和对偶片

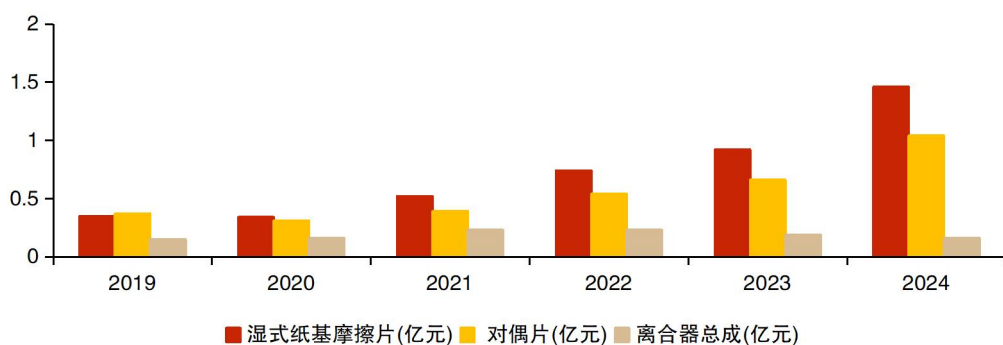
具体产品	产品细分	产品图片	特征及用途
自动变速器湿式纸基摩擦片	液力自动变速器（AT）相关产品		公司生产的自动变速器湿式纸基摩擦片摩擦系数稳定，耐热耐久性好，换挡舒适性好，主要配套应用于液力自动变速器（AT）、无级变速器（CVT）、双离合变速器（DCT）、混合动力专用变速器（DHT）、纯电动汽车专用变速器（DET）等主流自动变速器。
	无级变速器（CVT）相关产品		
	双离合变速器（DCT）相关产品		
	混合动力专用变速器（DHT）相关产品		
	纯电动汽车专用变速器（DET）相关产品		
	工程机械类相关产品		

高端农机类相关产品			
对偶片	对偶片		对偶片通常与湿式纸基摩擦片配合提供动力传输,公司提供的对偶片具有较稳定的表面粗糙度、平面度、硬度以及屈服强度等特性,可满足各种变速器与制动器的工况要求。
离合器总成	离合器总成		公司提供的离合器总成主要由自动变速器摩擦片、太阳轮、活塞、弹簧和卡簧等组成,装配于汽车自动变速器中,可为汽车提供传递动力的作用。

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

2024 年湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%。2021–2024 年，湿式纸基摩擦片分别实现营业收入 0.52 亿元、0.74 亿元、0.92 亿元、1.46 亿元,分别同比增长 50.62%、42.80%、25.09%、58.47%，占总营业收入比重分别为 39%、42%、45%、47%，主要原因系我国新能源汽车高速发展，公司产品切入新能源汽车领域，营收大幅提升；2021–2024 年对偶片分别实现营业收入 0.39 亿元、0.54 亿元、0.66 亿元、1.04 亿元,分别同比增长 28.34%、37.85%、22.17%、57.84%，占总营业收入比重分别为 30%、31%、32%和 33%，占比稳步上升。

图表 29：2024 年湿式纸基摩擦片、对偶片收入占比分别达 47%、33%

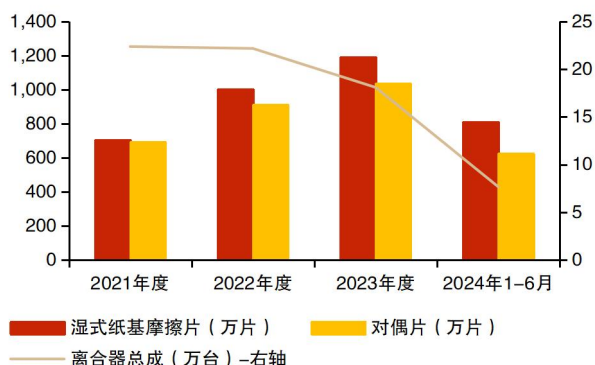


资料来源：iFinD、华源证券研究所

销量情况：2021–2023 年，公司湿式纸基摩擦片销量分别为 703.23 万片、1,001.72 万片、1,190.05 万片，对偶片销量分别为 690.74 万片、910.13 万片、1,033.27 万片，增长较快。**单价情况：**2021 年至 2023 年，公司产品销售单价相对较为稳定。2024 年上半年，公司

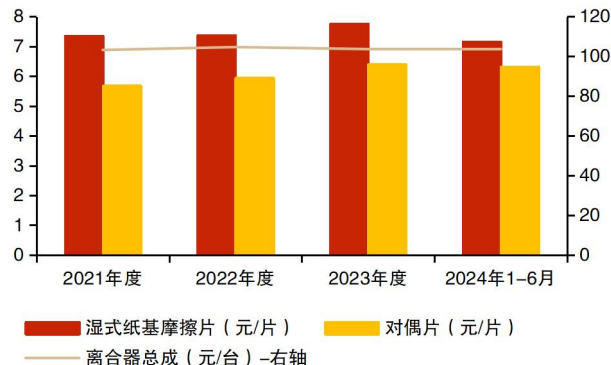
湿式纸基摩擦片销售单价较 2023 上半年下降 7.25%，主要系当期向比亚迪销售的新产品收入占比增加，该部分新产品销售单价相对较低所致。

图表 30：2021-2023 年湿式纸基摩擦片销量持续增长



资料来源：林泰新材招股书、华源证券研究所

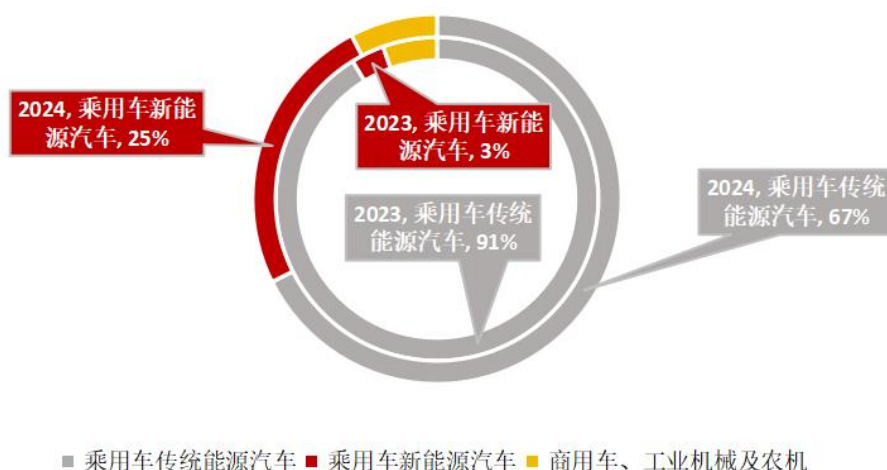
图表 31：2021 年至 2023 年公司产品销售单价相对稳定



资料来源：林泰新材招股书、华源证券研究所

公司 2024 年乘用车新能源汽车领域销售占主营业务收入比例为 24.71%，同比上升 21pcts。根据公司第一轮问询函回复信息，公司主营业务产品的下游直接应用为各主流类型的自动变速器，如 AT、CVT、DCT、DHT、DET 和 HMT，公司主营业务产品的终端应用领域（车辆类型）为乘用车、商用车、工程机械和农机、军工（特种车辆）。AT、CVT、DCT 主要用于传统能源汽车领域，DHT 和 DET 用于新能源汽车领域，公司在新能源汽车领域的销售金额与销售占比逐年快速提升，与当前汽车产业的发展趋势保持一致。

图表 32：2024 年乘用车新能源汽车领域销售占主营业务收入比例为 24.7%

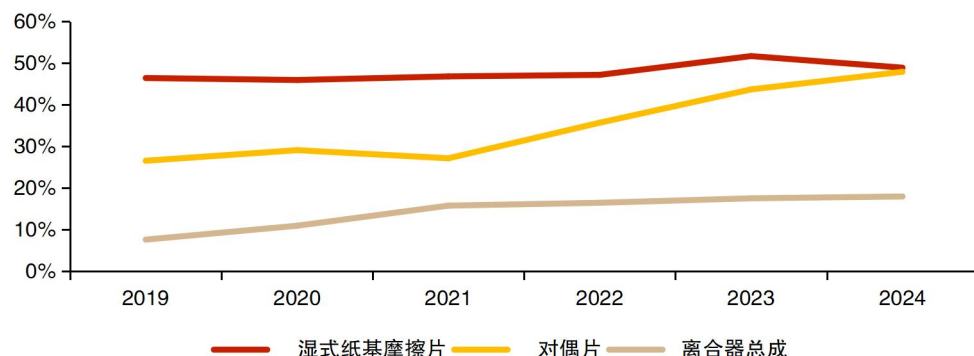


资料来源：林泰新材 2024 年年报、华源证券研究所

2024 年湿式纸基摩擦片毛利率为 48.94%，2019-2024 年保持相对稳定。2023 年度湿式纸基摩擦片毛利率上升 4.51pcts，主要原因系：受主要原材料钢材价格持续下降的影响，单位直接材料所下降并带动了毛利率的上升；新工厂自动化规模效应的逐步显现。2024 年湿式纸基摩擦片毛利率相对下滑，主要原因系公司向比亚迪销售的新产品收入占比增加，该部

分新产品销售单价较低，使得湿式纸基摩擦片销售单价下降；公司与部分长期合作客户签订的合同存在部分存量产品价格向下调整的情况。

图表 33：2024 年公司湿式纸基摩擦片毛利率为 48.94%

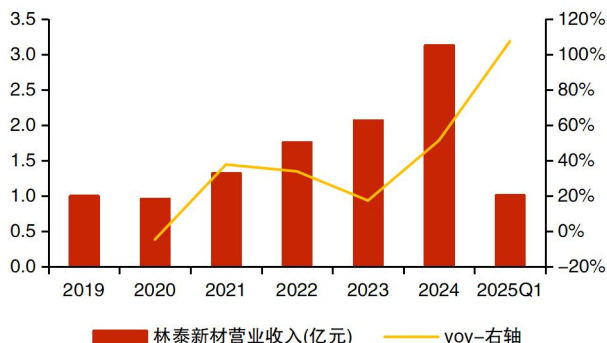


资料来源：iFinD、华源证券研究所

2.3. 财务：盈利能力稳步提升，2024 年实现归母净利润 0.81 亿元 (yoy+65%)

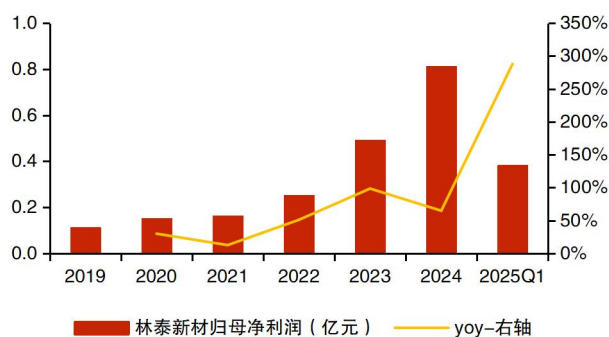
2021-2025Q1 林泰新材分别实现营业收入 1.32 亿元、1.76 亿元、2.07 亿元、3.13 亿元和 1.01 亿元，分别同比增长 37.70%、33.82%、17.33%、51.33%、107.43%；分别实现归母净利润 0.16 亿元、0.25 亿元、0.49 亿元、0.81 亿元、0.38 亿元，分别同比增长 12.53%、50.94%、98.44%、64.78%、287.62%。营利同增主要原因系：（1）我国自主品牌汽车占有率不断提升，在汽车核心零部件自主可控的大趋势下，带动国产自动变速器摩擦片需求量的不断增长及行业持续稳定发展；（2）混合动力汽车发展良好，带动自动变速器摩擦片行业进一步发展；（3）传统燃油车出口量显著增长，在传统能源汽车领域，国产自动变速器摩擦片的需求量仍有一定增长。

图表 34：2025Q1 年实现营收 1.01 亿元 (yoy+107%)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

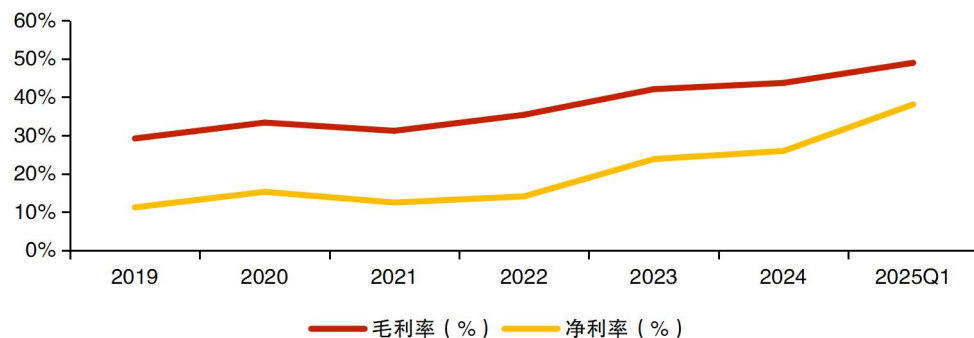
图表 35：2025Q1 归母净利润 0.38 亿元 (yoy+288%)



资料来源：iFinD、华源证券研究所

盈利能力稳步提升，林泰新材 2025Q1 毛利率达 48.96%。2021-2025Q1，公司毛利率分别为 31.20%、35.38%、42.07%、43.70%和 48.96%；净利率分别为 12.48%、14.08%、23.81%、25.93%和 38.10%，主要原因系产品单位成本价格下降。

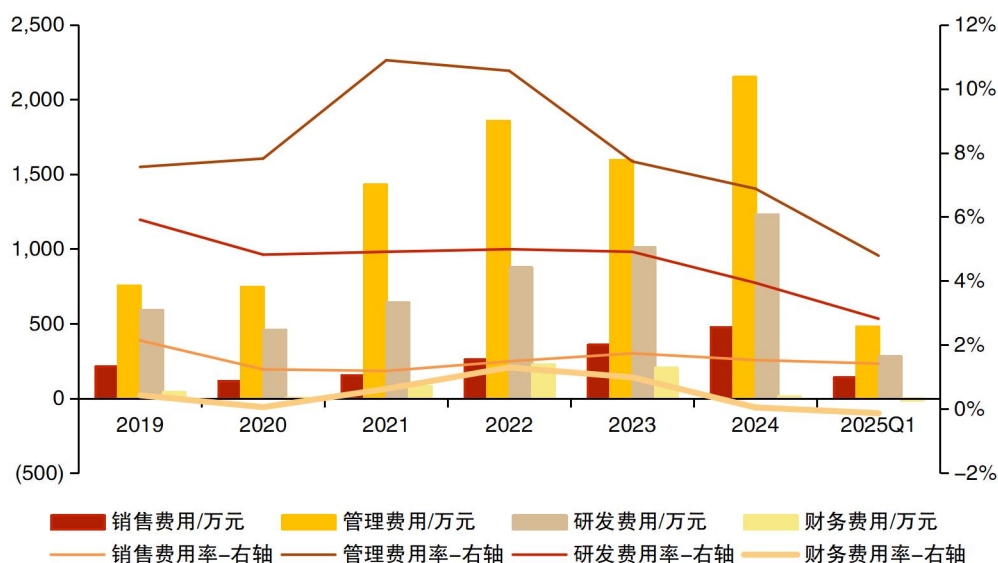
图表 36：盈利能力稳步提升，林泰新材 2025Q1 毛利率达 48.96%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

2025Q1 期间费用率为 8.90%。公司 2021-2025Q1 的期间费用率分别为 17.62%、18.34%、15.37%、12.40%和 8.90%。2022 年管理费用金额较高主要系公司生产基地从无锡新吴区搬到南通苏锡通产业园，产生与搬迁相关的费用。

图表 37：2025Q1 公司期间费用率为 8.90%



资料来源：iFinD、华源证券研究所

3. 思考三：公司核心竞争优势以及未来增长逻辑怎么看？

3.1. 技术：坐拥 65 项专利，在配方、表面油槽设计等方面持续积累核心技术

林泰新材高度重视产品的设计和研发，在自动变速器摩擦片配方及可靠性设计、摩擦片表面油槽设计及测试，摩擦片和对偶片的工艺设计等方面积累了核心技术，成功开发了适用于高耐热、高转速、连续滑摩、高面压等各种工况的摩擦材料。林泰新材产品打破了国外公司在乘用车自动变速器摩擦片领域内的垄断，在国内整车厂和变速器厂商中实现了对外资品牌部件的替代和国内原创技术的产业化，促进了我国自动变速器摩擦片产业的自主可控。公司核心技术包括 1) 基于耐热纤维、摩擦填料及树脂为主要原料的多种基材的开发及应用；2) 对偶片表面特定纹路处理工艺；3) 生产高效环保增强型摩擦片钢芯板工艺优化；4) 适用多种应用领域和多种工况的不同形态摩擦片槽型的设计开发。

图表 38：公司拥有对偶片表面特定纹路处理工艺等共 4 项核心技术

序号	技术名称	技术特色	技术来源	所处阶段	创新类型
1	基于耐热纤维、摩擦填料及树脂为主要原料的多种基材的开发及应用	开发的基材具有动摩擦系数高、静动摩擦系数比低、耐热耐久性好、摩擦系数稳定性好等特点，可以满足乘用车的各种使用工况。	自主研发	生产应用阶段	原始创新
2	对偶片表面特定纹路处理工艺	在不改变对偶片表面粗糙度的情况下，采用自转加公转的研磨工艺，在对偶片的两个表面形成特定纹路，可与摩擦片实现更好的配合，从而提升摩擦特性。	自主研发	生产应用阶段	原始创新
3	生产高效环保增强型摩擦片钢芯板工艺优化	应用于摩擦片钢芯片的大批量加工，可提高产品的加工速度和生产效率，有效降低材料和人工投入，且不会造成环境污染，采用该工艺有利于增强产品强度。	自主研发	生产应用阶段	原始创新
4	适用多种应用领域和多种工况的不同形态摩擦片槽型的设计开发	自动变速器面临不同的工况要求，所需摩擦片要求不同。设计开发适用多种应用领域和多种工况的不同形态的摩擦片槽型，可适应高面压、高转速、高流量、高耐热等各种工况。	自主研发	生产应用阶段	原始创新

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

截至 2024 年年末，公司拥有 65 项专利，其中发明专利数量达 6 项。根据 2024 年年报披露信息，公司目前 10 项在研项目，包含“AT 变速器湿式摩擦片的研发及应用”、“双离合湿式变速器摩擦片的研发与应用”、“无级变速器湿式摩擦片的研发及应用”、“混动变速器湿式摩擦片的研发与应用”等。

图表 39：公司目前共有 10 项在研项目

技术名称	技术特色	所处阶段
AT 变速器湿式摩擦片的研发及应用	研究适用于 AT 自动变速器的湿式摩擦片产品。增强公司在液力自动变速器（AT）领域的技术积累，为公司进一步开拓液力自动变速器相关市场打下坚实基础。	进行中
双离合湿式变速器摩擦片的研发与应用	研究适用于双离合器的湿式摩擦片产品。增强公司在双离合自动变速器（DCT）领域的技术积累，为公司进一步开拓双离合自动变速器相关市场打下坚实基础。	进行中
无级变速器湿式摩擦片的开发及应用	国内为满足排放要求，小排量乘用车需求量也逐渐增多，无级变速器的需求量也随之增多。无级变速器市场前景较好，开发满足无级变速器使用要求的湿式离合器摩擦片，以此扩充市场。	进行中
混动变速器湿式摩擦片的研发与应用	混合动力汽车将是汽车行业发展的主要方向之一，研究适用于混合动力变速器的湿式摩擦片产品，增强公司在混合动力变速器（DHT）领域的技术积累，为公司进一步开拓混合动力自动变速器相关市场打下坚实基础。	进行中
自动变速器节能环保探究试验	使得公司摩擦材料在满足应用需求的同时，达到节能环保的目的。	进行中
摩擦片工艺改善及开发	研究用于汽车、工程机械、高端农机等变速箱用摩擦片产品，提升公司自动变速器摩擦片的技术性能，保持公司在行业内的技术领先。	进行中
节能与新能源汽车湿式摩擦材料的研究	提升节能与新能源汽车湿式摩擦材料的性能，提高公司在该领域的竞争力。	进行中
纯电动多挡变速器的研发与应用	研究适用于纯电动专用变速器（DET）的湿式纸基摩擦片，保持公司在行业内的技术领先。	进行中
新能源汽车的 MAX 相陶瓷摩擦材料研究	研究适用于新能源汽车变速器的摩擦材料，保持公司在行业内的技术领先。提升 MAX 相摩擦材料的力学与耐蚀性能，解决 MAX 相陶瓷颗粒的稳定性，以实现 MAX 相成分、性能的调控。	进行中
高功率抗热颤湿式摩擦片组的设计与开发	研究高功率、抗热颤的湿式纸基摩擦片，增强公司的技术积累，使公司产品更好地应对自动变速器在接合过程中的摩擦发热振颤问题。针对自动变速器在接合过程中的摩擦发热振颤问题，通过多场耦合环境下抗热分层摩擦片动力学模型，获得由热弹性不稳定性导致湿式纸基摩擦片发生润滑油膜厚度变化的基本过程。	进行中

资料来源：林泰新材 2024 年年报、华源证券研究所

3.2. 客户：已向万里扬等厂商稳定供货，在诸多混合动力专用变速器项目进展顺利

林泰新材已与上汽变速器、万里扬等自动变速器厂商建立供货关系，客户资源优势显著。参考公司招股说明书信息，在汽车核心零部件自主可控的大趋势下，公司已与多家国内主要的自动变速器厂商建立了稳固的供货关系，包括上汽变速器、万里扬、东安汽发、吉利变速器、南京邦奇、盛瑞传动、蓝黛变速器等，前述客户应用的下游整车厂主要为上汽集团、奇瑞汽车、长安汽车、吉利汽车、潍柴动力等，2024 年公司也开始向全球知名的新能源汽车整车厂比亚迪提供自动变速器摩擦片产品。此外，根据 2024 年年报信息，公司已进入全球知名的汽车零部件供应商麦格纳的供应链体系并获得了自动变速器摩擦片的量产批准，海外布局进程有望顺利推进。

图表 40：林泰新材与上汽变速器、万里扬等自动变速器厂商建立供货关系

公司名称	背景介绍	量产的主要变速器型号和类型	乘用车湿式纸基摩擦片供应商	使用林泰新材湿式纸基摩擦片情况	林泰新材配套量产/开发情况
上汽变速器 (上汽集团)	上汽集团全资子公司，国内主流的变速器生产商，已成为上汽通用、上汽通用五菱、上汽乘用车、上汽大通、上汽大众、东风日产、江铃汽车、东风汽车、北汽股份、一汽红旗、美国通用等国内外知名汽车集团的变速器总成及关键零部件供应商和重要的战略合作伙伴。	CVT180、 CVT250、 CTF25、DHT	国外公司：【豁免披露】 国内公司：仅林泰新材， 无国内其他厂商	1、CVT180 全部使用林泰新材湿式纸基摩擦片； 2、CTF25 由林泰新材和【豁免披露】共同供应湿式纸基摩擦片； 3、DHT 由林泰新材和【豁免披露】共同供应湿式纸基摩擦片。	已量产
东安汽发 (长安汽车)	该公司为东安动力 (SH.600178) 的控股子公司，隶属于长安汽车集团控股公司，是国内首家同时拥有发动机、自动变速器和手动变速器制造技术的企业。	6AT、8AT、DHT、 MT	国外公司：【豁免披露】 国内公司：仅林泰新材， 无国内其他厂商	1、2021 年及之前由林泰新材和【豁免披露】共同供应湿式纸基摩擦片，2022 年起 6AT、8AT 相继全部使用林泰新材湿式纸基摩擦片； 2、【豁免披露】	已量产
万里扬	万里扬是国内第一家汽车变速器行业上市公司 (SZ.002424)，中国汽车变速器行业龙头企业之一，产品覆盖乘用车变速器、商用车变速器等。主要为奇瑞汽车、吉利汽车、长城汽车等提供变速器。	CVT18、CVT25	国外公司：【豁免披露】 国内公司：仅林泰新材， 无国内其他厂商	1、CVT18 全部使用林泰新材湿式纸基摩擦片； 2、CVT25 由林泰新材和【豁免披露】共同供应湿式纸基摩擦片。	已量产
比亚迪	全球知名及重要的新能源汽车厂商，其自主开发的 Dual Mode intelligent (DMi) 智能双模插电式混合动力系统为全球技术最顶尖的混合动力系统之一。	【豁免披露】	国外公司：【豁免披露】 国内公司：林泰新材。 出于信息保密，比亚迪不提供除上述公司外其他厂商的任何信息	【豁免披露】	已量产
吉利变速器 (吉利汽车)	吉利汽车全资子公司，全国首家批量投产自动变速器的自主企业之一，其自动变速器生产技术曾获得国家科技进步一等奖。	6AT	国外公司：【豁免披露】 国内公司：仅林泰新材， 无国内其他厂商	6AT 已全部使用林泰新材湿式纸基摩擦片	已量产
吉利极光湾 (吉利汽车)	隶属于吉利汽车集团，在中国和瑞典分别设立研发和生产基地，业务涵盖发动机、自动变速器、以及混合动力系统等。	DHT、DET	国外公司：【豁免披露】 国内公司：仅林泰新材， 无国内其他厂商	1、DHT 由【豁免披露】和林泰新材共同供应对偶片，林泰新材已开始提供湿式纸基摩擦片； 2、【豁免披露】	已量产
南京邦奇	隶属于比利时邦奇公司，是全球知名的汽车自动变速器独立制造商，主要产品为无级变速器 (CVT)、混合动力总成系统和纯电动动力总成系统。比利时邦奇在全球有比利时圣特雷登和中国南京两个生产基地。	CVT	国外公司：【豁免披露】 国内公司：仅林泰新材， 无国内其他厂商	CVT 由【豁免披露】和林泰新材共同供应湿式纸基摩擦片	已量产

盛瑞传动	盛瑞传动自主研发的前置前驱、纵置后驱 8 档自动变速器 (8AT) 填补了国内空白, 荣获 2017 年国家科技进步一等奖。该公司生产的 8AT 变速器已搭载于中国一汽、中国重汽、奇瑞汽车等。	8AT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	8AT 使用林泰新材和【豁免披露】的湿式纸基摩擦片	已量产
蓝黛变速器	A 股上市公司蓝黛科技 (SZ.002765) 的控股子公司, 国内主要的变速器生产商之一。	6AT	国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	6AT 使用林泰新材的湿式纸基摩擦片	已量产
蜂巢易创科技有限公司 (长城汽车, 以下简称“蜂巢易创”)	长城汽车全资子公司, 从事汽车动力系统、传动系统、智能转向系统的业务。长城汽车是国内重要的整车厂商, 旗下拥有哈弗、魏牌、欧拉、坦克及长城皮卡五大整车品牌。	AT、DCT、DHT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:林泰新材	DHT 使用林泰新材的对偶片	已量产
坤泰车辆系统 (常州) 股份有限公司 (以下简称“坤泰传动”)	坤泰专注于新能源及混动汽车传动系统等核心零部件研发。	DHT	国外公司:无 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	DHT 全部使用林泰新材湿式纸基摩擦片	已量产
泸州容大智能变速器有限公司 (以下简称“容大变速器”)	赛力斯汽车控股子公司, 赛力斯汽车是一家以新能源汽车为核心业务的科技型制造企业, 主要产品包括 AITO 问界系列高端智慧新能源汽车、蓝电新能源汽车、瑞驰电动商用车、风光 SUV。	CVT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	CVT 使用林泰新材的湿式纸基摩擦片	已量产
重庆青山工业有限责任公司 (长安汽车, 以下简称“青山工业”)	长安汽车控股子公司, 隶属于中国兵器装备集团。专注于汽车传动系统领域, 掌握 MT、DCT、DHT 混动、EDS 电驱动及核心部件自主开发能力, 主要客户包括长安、一汽、奇瑞、长城、华为、博世、本田等。	DCT、DHT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	【豁免披露】	【豁免披露】
麦格纳	全球第四大汽车零部件供应商, 北美地区最大的汽车零部件供应商, 其生产的 DCT 自动变速器在国内主要供应给华晨宝马、奇瑞汽车等。	DCT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	【豁免披露】	【豁免披露】
泛亚汽车技术 (上汽通用)	泛亚汽车技术中心有限公司, 上汽集团与通用汽车的合资公司, 两者各占 50% 股权, 中国首家合资设立的专业汽车设计开发中心。	AT、CVT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	尚未正式合作	【豁免披露】
广汽集团汽车工程研究院	为广汽集团的技术管理部门和研发体系枢纽, 负责新产品、新技术的规划和重大研发工作具体实施。	AT、DCT、DHT	国外公司:【豁免披露】 国内公司:仅林泰新材, 无国内其他厂商	尚未正式合作	【豁免披露】

资料来源: 林泰新材第一轮问询函回复、华源证券研究所 注: 信息截至公司第一轮问询函回复发布日期-2024 年 10 月

2024 年，公司前五大客户分别为比亚迪、万里扬、长安汽车、上海汽车、吉利汽车，对前五大客户合计销售收入占比为 56%，客户集中度适中，并未存在明显的单一大客户依赖度过高的情况。根据公司公告信息，在乘用车领域，公司摩擦片产品在比亚迪 DMi、吉利汽车“雷神智擎 Hi·X DHT Pro”、上汽集团“HT11”的混合动力变速器上批量实现了应用，在其他客户的混合动力专用变速器（DHT）项目也进展顺利，包括奇瑞汽车 DHT 项目、东安动力 DHT 项目、坤泰 DHT、广汽 DHT 项目等。公司在新能源汽车领域具备较好发展空间，有望成为公司经营业绩新的增长点。在商用车和工程机械领域，公司已实现三一重工 AT 项目的小批量供货，正在开发中的项目还涉及西安双特、徐工机械等主流厂商。

图表 41：2024 年公司对前五大客户合计销售收入占比为 56%

年度	客户名称	销售内容	销售金额（万元）	占营收比例	是否为关联方
2024	比亚迪	-	4,445.57	14.22%	否
	万里扬	-	4,445.12	14.22%	否
	长安汽车	-	4,405.21	14.09%	否
	上海汽车	-	2,836.87	9.08%	否
	吉利汽车	-	1,432.50	4.58%	否
	合计		17,565.26	56.19%	/
2023	万里扬	自动变速器摩擦片	3987.73	19.31%	否
	上汽集团	自动变速器摩擦片/离合器总成	3260.37	15.78%	否
	长安汽车	自动变速器摩擦片	3251.13	15.74%	否
	南京邦奇	自动变速器摩擦片	851.48	4.12%	否
	吉利汽车	自动变速器摩擦片	757.18	3.67%	否
	合计		12107.89	58.62%	/
2022	上汽集团	自动变速器摩擦片/离合器总成	4407.75	25.04%	否
	长安汽车	自动变速器摩擦片	2625.81	14.92%	否
	万里扬	自动变速器摩擦片	2065.15	11.73%	否
	传速汽车	自动变速器摩擦片	923.1	5.24%	否
	吉利汽车	自动变速器摩擦片	841.99	4.78%	否
	合计		10863.8	61.71%	/
2021	上汽集团	自动变速器摩擦片/离合器总成	4047.24	30.77%	否
	万里扬	自动变速器摩擦片	1955.46	14.86%	否
	南京邦奇	自动变速器摩擦片	945.15	7.19%	否
	长安汽车	自动变速器摩擦片	649.05	4.93%	否
	传速汽车	自动变速器摩擦片	636.84	4.84%	否
	合计		8233.74	62.59%	/

资料来源：林泰新材 2024 年年报、林泰新材招股说明书、华源证券研究所

林泰新材研发团队由行业科研专家带队，多位在材料开发、工艺设计、功能开发及测试等方面具有丰富经验的工程师组成。公司在汽车零部件行业耕耘多年，管理团队成熟，可根据下游市场制定合理的战略和经营规划，并组织公司完成研发、生产和销售业务，不断提升公司生产和销售规模，实现公司业绩持续稳定增长。

图表 42：林泰新材具有技术优势、客户优势和团队优势



资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所

3.3. 募投：募资净额 1.12 亿元，用于扩充 3000 万片纸基摩擦片及对偶片产能

参考公司招股说明书和招募资金存放与实际使用情况专项报告，公司上市募集资金净额为 11248.5 万元。项目建成后预计将实现年产 3,000 万片汽车(新能源汽车)、工程机械、高端农机及其他传动系统用纸基摩擦片及对偶片的能力，有望巩固公司国内自动变速器摩擦片领域的领先地位，并进一步缩小公司与国际巨头的差距；此外，公司还会围绕自动变速器摩擦片，以公司现有核心技术为研发基础，聚焦纯电动汽车多挡变速器用湿式纸基摩擦片、农机自动变速箱用湿式纸基摩擦片的开发、工程机械变速器与驱动桥用湿式纸基摩擦片的开发、重卡自动变速器用湿式纸基摩擦片四个方向的开发，有望使公司产品深入更多的应用场景。

图表 43：公司募集 1.12 亿元用于纸基摩擦片及对偶片扩产等项目

募集资金用途	调整后投资总额(万元)	截至 2024 年末累计投入金额	截至 2024 年末投入进度	项目达到预定可使用状态日期
年产 3,000 万片汽车（新能源汽车）、工程机械、高端农机及其他传动系统用纸基摩擦片及对偶片项目	5,900.00	0	0%	—
多用途湿式摩擦片研发中心建设项目	3,485.00	0	0%	—
补充流动资金	1,863.50	0	0%	—
合计	11,248.50	0	0%	—

资料来源：林泰新材公告、华源证券研究所

根据公司招股说明书数据，2024H1 公司湿式纸基摩擦片和对偶片的产能分别为 790 万片和 660 万片，产量分别为 803.99 万片和 674.52 万片，销量分别为 807.91 万片和 623.72 万片，产能利用率相比 2023 年有大幅提升。根据公司公告，**截至 2025 年 3 月末，公司产能（不含募投项目）已提升至湿式纸基摩擦片 2,834 万片、对偶片 1,868 万片**。公司募投项目按计划有序建设，部分设备已陆续完成验收并开始逐步释放产能，截至 2025 年 3 月末，公司已验收的募投项目设备在完成产能爬坡后预计将额外分别提升湿式纸基摩擦片和对偶片产能 678 万片和 918 万片，剩余主要生产设备预计将在 2025 年陆续购置完毕。募投项目全部建成并完成产能爬坡后，公司湿式纸基摩擦片和对偶片的产能预计将分别达到 5,200 万片和 4,500 万片。

图表 44：2023 年公司湿式纸基摩擦片和对偶片合计产能为 2700 万片

产品名称	项目	2024 年 1-6 月	2023 年度	2022 年度	2021 年度
湿式纸基摩擦片	产能（万片）	790	1,500.00	1,400.00	900
	产量（万片）	803.99	1,245.38	1,433.49	787.65
	产能利用率	101.77%	83.03%	102.39%	87.52%
	销量（万片）	807.91	1,190.05	1,001.72	703.23
对偶片	产能（万片）	660	1,200.00	1,100.00	900
	产量（万片）	674.52	1,075.50	1,070.33	786.72
	产能利用率	102.20%	89.63%	97.30%	87.41%
	销量（万片）	623.72	1,033.27	910.13	690.74
离合器总成	销量（万台）	7.66	18.08	22.16	22.36

资料来源：林泰新材招股说明书、华源证券研究所 注：离合器总成的产量已在湿式纸基摩擦片和对偶片中计算

根据公司公告信息，公司后续量的增长体现在以下方面：一方面主要集中在乘用车变速器领域，包括已量产项目持续供货保障公司销量继续扩大；新项目陆续落地量产，诸如 DHT 的渗透带来的新项目量产供货、麦格纳 DCT 项目带来收益增加等；此外在工程机械、农用机械、飞行汽车、船舶等其他应用场景也有合作和增长机会。

4. 盈利预测与评级

结合公司 2024 年年报以及对于未来公司业务稳步发展的积极预期，我们假设如下：

（1）**湿式纸基摩擦片**：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 74%/49%/48%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 2.55/3.79/5.61 亿元；

（2）**对偶片**：预计收入快速增长，假设 2025–2027 年营业收入同比 67%/47%/46%，测算得出 2025–2027 年营业收入分别为 1.74/2.56/3.74 亿元。

图表 45：林泰新材主要业务营收预测关键假设

	2025E	2026E	2027E
湿式纸基摩擦片（百万元）	254.60	379.35	561.44
同比	74.00%	49.00%	48.00%
对偶片（百万元）	174.25	256.15	373.98
同比	67.00%	47.00%	46.00%

资料来源：公司公告、华源证券研究所

我们预计公司 2025–2027 年归母净利润为 1.40、2.03 和 2.96 亿元，对应 PE 为 36.0、24.8、17.1 倍，首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 46：林泰新材可比公司估值表（截至 20250605）

公司名称	股票代码	最新收盘价 (元/股)	最新总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
北摩高科	002985.SZ	27.46	91.13	0.68	1.08	1.39	40.4	25.4	19.8
旺成科技	830896.BJ	21.99	22.26	0.39	0.43	0.48	56.4	51.1	45.8
福达股份	603166.SH	15.35	99.19	0.46	0.6	0.76	33.4	25.6	20.2
均值				0.51	0.70	0.88	43.4	34.0	28.6
林泰新材	920106.BJ	90.42	50.48	2.51	3.64	5.30	36.0	24.8	17.1

资料来源：Wind、华源证券研究所 注：可比公司盈利预测均来自 Wind 一致预期

5. 风险提示

汽车行业波动风险：公司产品属于汽车核心零部件，其生产和销售受到汽车行业波动的影响，汽车行业受宏观经济和国家产业政策的影响较大，若未来国内外经济增速放缓、国家产业政策发生重大不利变化使得汽车产业发展放缓，可能对汽车整车厂商及其产业链供应商造成不利影响，从而对公司生产经营和盈利能力造成不利影响。

客户新项目开发失败风险：为保障业务稳定增长，公司需要为客户的新项目持续配套产品。若客户新项目开发失败、开发进度不及预期或开发成功后市场需求不足，将对公司的经营业绩产生不利影响。

原材料价格波动风险：近年来国际和国内原材料价格波动幅度较大，使得公司主要原材料的采购成本相应波动。如果未来原材料价格大幅波动，而公司不能将原材料价格波动产生的影响及时传导到下游客户，将会对公司的毛利率水平和盈利能力造成一定影响。

附录：财务预测摘要
资产负债表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	133	151	221	383
应收票据及账款	167	237	319	429
预付账款	0	0	0	0
其他应收款	0	0	0	0
存货	66	74	88	102
其他流动资产	7	10	13	16
流动资产总计	373	472	640	931
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	130	139	161	189
在建工程	24	49	58	37
无形资产	19	19	20	22
长期待摊费用	8	9	10	11
其他非流动资产	7	9	10	12
非流动资产合计	188	225	260	271
资产总计	562	697	900	1,202
短期借款	13	7	4	1
应付票据及账款	71	81	98	124
其他流动负债	27	32	40	49
流动负债合计	112	120	141	175
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	9	9	8	10
非流动负债合计	9	9	8	10
负债合计	120	129	150	184
股本	39	56	56	56
资本公积	224	207	207	207
留存收益	179	305	488	755
归属母公司权益	441	568	751	1,017
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	441	568	751	1,017
负债和股东权益合计	562	697	900	1,202

现金流量表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	81	136	198	291
折旧与摊销	18	25	39	45
财务费用	0	0	0	-1
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-58	-66	-74	-93
其他经营现金流	8	5	7	6
经营性现金净流量	50	101	170	249
投资性现金净流量	-21	-63	-76	-57
筹资性现金净流量	82	-20	-24	-31
现金流量净额	111	18	70	162

利润表（百万元）

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	313	492	702	1,006
营业成本	176	269	376	533
税金及附加	3	6	8	11
销售费用	5	6	9	11
管理费用	22	30	42	60
研发费用	12	17	27	38
财务费用	0	0	0	-1
资产减值损失	-2	-3	-4	-6
信用减值损失	-4	-5	-7	-10
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
资产处置收益	-2	0	-1	-1
其他收益	3	1	1	2
营业利润	90	158	230	337
营业外收入	3	4	5	4
营业外支出	0	0	0	0
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	94	162	235	342
所得税	13	22	32	46
净利润	81	140	203	296
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	81	140	203	296
EPS(元)	1.45	2.51	3.64	5.30

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	51.33%	57.50%	42.62%	43.22%
营业利润增长率	76.79%	74.70%	45.48%	46.90%
归母净利润增长率	64.78%	73.23%	44.74%	45.54%
经营现金流增长率	19.50%	102.74%	68.46%	46.88%
盈利能力				
毛利率	43.70%	45.44%	46.40%	47.03%
净利率	25.93%	28.52%	28.94%	29.41%
ROE	18.37%	24.73%	27.06%	29.06%
ROA	14.43%	20.14%	22.57%	24.60%
估值倍数				
P/E	62.29	35.96	24.84	17.07
P/S	16.15	10.25	7.19	5.02
P/B	11.44	8.89	6.72	4.96
股息率	0.47%	0.27%	0.40%	0.58%
EV/EBITDA	20	26	18	12

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。